



ANA LAURA CASTRO DA COSTA PINTO

A PUBLICIDADE DAS PARTICIPAÇÕES SOCIAIS EM SOCIEDADES ANÓNIMAS

Dissertação com vista à obtenção do grau de
Mestre em Direito e Gestão

Orientador:

Doutor Pedro Caetano Nunes, Professor da Faculdade de Direito da Universidade
Nova de Lisboa

Junho 2018

ANA LAURA CASTRO DA COSTA PINTO

A PUBLICIDADE DAS PARTICIPAÇÕES SOCIAIS EM SOCIEDADES ANÓNIMAS

Dissertação com vista à obtenção do grau de
Mestre em Direito e Gestão

III

Orientador:

Doutor Pedro Caetano Nunes, Professor da Faculdade de Direito da Universidade
Nova de Lisboa

Junho 2018

“Globalization, in itself, is neither good nor bad.

It is just a contemporary datum.”

(GALVÃO TELES, “Unidroit Preliminary Draft
Convention”, p. 505)

Declaração de compromisso de anti-plágio

Declaro por minha honra que a dissertação que apresento é original e que todas as citações estão corretamente identificadas. Tenho consciência de que a utilização de elementos alheios não identificados constitui grave falta ética e disciplinar.

(Ana Laura Castro da Costa Pinto)

Lisboa, junho de 2018

Declaração de número de carateres

Declaro que o corpo da dissertação que apresento, incluindo espaços e notas, ocupa um total de 163 591 carateres.

Agradecimentos

A realização e conclusão da presente dissertação de Mestrado apenas se revelou possível graças ao apoio, contributo e paciência de determinados elementos-chave, aos quais não posso deixar de fazer um agradecimento especial.

Assim, ao Professor Doutor Pedro Caetano Nunes, um especial agradecimento por ter aceite orientar esta importante fase do meu percurso académico, e por tê-lo feito de forma sempre disponível, através de conselhos e esclarecimentos preciosos e com a assertividade necessária para me manter focada no meu objetivo.

À minha família, pelo apoio incondicional que sempre me dão e pela motivação que me transmitiram para cumprir com este desafio. Aos meus pais, uma palavra especial, por serem os dois pilares a quem devo todas as minhas conquistas e sucessos. Aos meus irmãos, Sara e Tiago, por serem o meu orgulho e por me fazerem querer ser o deles.

Aos meus amigos e amigas de sempre, por tão bem compreenderem as ausências, pelas palavras de motivação, pela paciência demonstrada e pelas provas diárias de que não poderia ter feito amizades melhores: obrigada.

Aos meus colegas da EY, onde iniciei o meu percurso profissional, a quem agradeço a paciência e incentivo em resposta aos meus cafés acompanhados de desabafos.

Modo de citar e outros esclarecimentos

A presente dissertação foi redigida de acordo com as regras do novo Acordo Ortográfico.

Todas as obras citadas estão identificadas na bibliografia por ordem alfabética do último nome do seu autor, pelo título completo, pela edição sempre que a obra o refira, pela editora e pelo ano de publicação. Em caso de pluralidade de autores, estes são citados pela ordem que consta da obra.

Artigos e outros elementos consultados na internet são identificados após a bibliografia, com indicação da respetiva fonte.

As citações ao longo do texto são feitas por referência ao autor, título, ano e página(s) a que a citação se refere.

As abreviaturas e acrónimos utilizados ao longo do texto estão identificados por ordem alfabética na Lista de abreviaturas e acrónimos.

Esta dissertação cumpre com as Normas Portuguesas n.º 405-1 e 405-4 do Instituto Português da Qualidade quanto ao modo de citar e organização bibliográfica.

Lista de abreviaturas e acrónimos

BdP	Banco de Portugal
CCDVT	<i>Caisse Central de Dépôts et Virements de Titres</i>
CdVM	Código dos Valores Mobiliários
CE	Comunidade Europeia
CEE	Comunidade Económica Europeia
Cf.	Conferir
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CSC	Código das Sociedades Comerciais
DTC	<i>Depository Trust Company</i>
Ed.	Edição
GAFI	Grupo de Ação Financeira
I.G.F.	<i>Impôt sur les grandes fortunes</i>
ICSD	<i>International Central Securities Depositories</i>

JOUE Jornal Oficial da União Europeia

n.º Número

OPA Oferta pública de aquisição

p. Página

pp. Páginas

RegCMVM Regulamento da CMVM

Rev. *Review*

SICOVAM *Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs
Mobilières*

XI

Ss Seguintes

U.C.C. *Uniform Commercial Code*

UE União Europeia

Vol. Volume

Resumo

A presente dissertação procura analisar o modo como são publicitadas as participações sociais em sociedades anónimas, com especial enfoque no ordenamento jurídico português.

Atendendo a que a forma das ações está estritamente relacionada com a sua publicidade, iniciamos a presente dissertação com uma nota histórica sobre o processo de desmaterialização dos valores mobiliários e com algumas referências a ordenamentos jurídicos estrangeiros.

De seguida, propomo-nos desenvolver o tema da publicidade das participações sociais em sociedades anónimas através da análise de dois prismas distintos: a publicidade da titularidade direta de participações sociais e a publicidade da titularidade indireta de participações sociais.

A propósito da titularidade direta de participações sociais, daremos ainda nota da recente extinção dos valores mobiliários ao portador de modo a justificar a obrigatoriedade de registo em Portugal para este efeito.

Abstract

This essay aims to analyse how shares are registered in companies limited by shares, with special emphasis on the Portuguese legal framework.

Given that the form of shares (certificated or dematerialised) is strictly related to the way they are registered, we will initiate this essay with a historical note regarding the process of dematerialization of transferable securities and some references to foreign legal frameworks.

Below, we will analyse the way securities are registered in companies limited by shares in Portugal through the scrutiny of two different perspectives: the direct holding of securities and the indirect holding of securities.

In respect of direct holding of securities, we will also do a brief analysis of the recent prohibition of bearer shares to support our position that there is a compulsory registration of shares in Portugal to this extent.

Índice

1. Introdução.....	16
2. Nota histórica sobre a desmaterialização dos valores mobiliários: do invento maravilhoso ao adeus ao papel.....	19
3. Referência a ordenamentos estrangeiros.....	25
3.1. Estados Unidos da América: o sistema americano de titularidade indireta.....	25
3.2. França: o sistema latino de titularidade direta.....	31
4. Publicidade de participações sociais em sociedades anónimas.....	37
4.1. Enquadramento geral.....	37
4.2. Publicidade da titularidade direta de participações sociais em sociedades anónimas.....	39
4.2.1. O registo de ações escriturais: os sistemas de contas.....	39
4.2.2. O registo de ações tituladas: a subsistência do papel.....	44
4.2.3. O registo de ações em Portugal como um regime atributivo de titularidade direta.....	47
4.3. Obrigatoriedade de registo: a extinção das ações ao portador.....	49
4.3.1. O registo de ações ao portador: o regime vigente até à entrada em vigor da Lei n.º 15/2017, de 3 de maio.....	49
4.3.2. A Lei n.º 15/2017, de 3 de maio, e o combate ao branqueamento de capitais e ao financiamento do terrorismo.....	53
4.3.3. O processo de conversão de ações ao portador em ações nominativas.....	58

4.4. Publicidade da titularidade indireta de participações sociais em sociedades anónimas.....	66
4.4.1. A titularidade indireta de valores mobiliários no ordenamento jurídico português.....	66
4.4.2. A utilização de contas de titularidade <i>omnibus</i>	69
4.4.3. As cadeias de investimento estrangeiro.....	73
4.4.4. Práticas sem conexão com ordenamentos jurídicos estrangeiros.....	76
4.4.5. Limites à reserva de identidade inerente a situações de titularidade indireta: sociedades abertas e exigências de transparência no caso de participações qualificadas.....	79
5. Conclusões.....	85
6. Bibliografia.....	90
7. Outros elementos.....	94

1. Introdução

Por participação social entende-se o *conjunto unitário de direitos e obrigações atuais e potenciais do sócio enquanto tal*¹. Nas sociedades anónimas², o legislador optou por falar em ação para definir participação social, ainda que esta terminologia assuma um *triplo significado*³. Com efeito, para além de ação como participação social do sócio, em que esta implica um *status* composto por direitos e obrigações, ação pode significar igualmente uma fração do capital social detida pelo sócio ou, também, o título representativo, quer em suporte em papel, quer em suporte escritural.

No que respeita à ação enquanto fração do capital social, esta representa o *quantum absoluto e percentual*⁴ atribuído ao seu titular, isto é, o seu valor nominal. Por sua vez, enquanto título representativo, a ação é a representação física das duas outras aceções distintas (participação social e fração do capital social), legitimando quem a detém. Como explica SOVERAL MARTINS⁵, ação enquanto participação social não se confunde com ação enquanto título representativo, desde logo porque o próprio artigo 274.º CSC nos diz que *a qualidade de sócio não depende da emissão e entrega do título de ação ou, tratando-se de ações escriturais, da inscrição na conta de registo individualizado*, pelo que o sócio não deixa de ser detentor de uma participação social pelo facto de não ter ainda um título representativo do seu direito.

Para efeitos deste estudo, interessam-nos o conceito de ação enquanto participação social e enquanto título representativo, para que, em função destes, possamos responder às seguintes questões: qual o regime de publicidade⁶ das

¹ Vide COUTINHO DE ABREU, Jorge – *Curso de Direito Comercial*, Vol. II – Das Sociedades, 2016, p. 195.

² Cf. Artigo 1.º e artigos 271.º e ss, todos do CSC.

³ Vide MENEZES CORDEIRO, António – *Direito das Sociedades*, 2017, p. 661.

⁴ Vide MENEZES CORDEIRO, António – *Direito das Sociedades*, 2017, p. 661.

⁵ Vide SOVERAL MARTINS, Alexandre – *As participações sociais*, Estudos de Direito das Sociedades, 2008, p. 135.

⁶ No sentido de *suscetibilidade de conhecimento pelo público*, isto é, sempre que o conhecimento dos atos e direitos privados *baja de ser facultado, mais ou menos amplamente, a pessoas que não sejam os sujeitos desses mesmos direitos ou os intervenientes em tais atos*. Vide DIAS MARQUES, José – *Direitos Reais*, Vol. I, 1960, p. 291.

participações sociais em sociedades anónimas e quais as novas exigências que, a nível internacional, se colocam a este respeito?

Para o efeito, iniciaremos este estudo com uma breve análise do processo de desmaterialização de valores mobiliários, o qual termina com a convivência entre valores mobiliários titulados e valores mobiliários escriturais, ainda que numa clara tendência no sentido da preferência por valores mobiliários escriturais.

De seguida, introduziremos duas referências a ordenamentos jurídicos estrangeiros (os ordenamentos jurídicos francês e norte-americano) por forma a introduzir dois conceitos que assumem um papel central na dicotomia que delimita o presente estudo: a titularidade direta de participações sociais (aqui representada pelo ordenamento jurídico francês e, bem assim, português) e a titularidade indireta de participações sociais (representada pelo ordenamento jurídico norte-americano). Efetivamente, como diz PINTO DUARTE⁷, *a verdadeira fonte da diversidade dos atuais regimes de circulação de valores mobiliários não está no seu modo de representação, nem na cognoscibilidade pelo emitente da identidade dos seus titulares, mas sim na natureza direta ou indireta da titularidade que os registos respetivos atribuem aos investidores*, pelo que examinaremos a publicidade das participações sociais em sociedades anónimas em Portugal através da análise separada destes dois modelos de titularidade.

17

Assim, no que respeita à publicidade da titularidade direta de participações sociais, começaremos por analisar o regime de registo em vigor para as ações escriturais e, bem assim, para as ações tituladas. Seguidamente, face à análise feita anteriormente, procederemos à classificação do sistema de registo em Portugal como um sistema atributivo de titularidade direta e concluímos pela existência de uma obrigatoriedade de registo de participações sociais em Portugal, em resultado das mais recentes alterações às modalidades de ações, as quais deixaram de poder assumir o tipo ao portador.

Por outro lado, no que respeita à publicidade da titularidade indireta de participações sociais, procuraremos retratar as principais práticas no mercado mobiliário português neste sentido. Assim, iniciamos a nossa investigação por

⁷ Vide PINTO DUARTE, Rui – *Publicidade das participações nas sociedades comerciais*, Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida, 2011, p. 100, nota de rodapé 11.

defender que este modelo, sendo desenvolvido à margem do plano legal, não tem expressão no registo de titularidade em Portugal, e damos nota das situações em que o recurso a modelos de titularidade indireta é mais frequente. Por fim, concluímos com a análise do principal limite legal à reserva de identidade inerente a situações de titularidade indireta: os regimes da imputação de votos e comunicação de participações qualificadas em sociedades abertas.

Ficam fora do objeto da presente dissertação a referência a outros direitos sobre participações sociais que não a titularidade (como sendo o penhor e o usufruto), a natureza jurídica dos valores mobiliários e, bem assim, do registo, a referência a outros valores mobiliários que não as ações⁸, os vícios do registo e o modo de transmissão de valores mobiliários.

Esperamos que com o presente estudo possamos fornecer os elementos necessários para uma melhor compreensão destes temas e que com ele consigamos ajudar a responder às duas questões acima colocadas.

⁸ O presente estudo visa analisar, em exclusivo, o regime de publicidade das ações, contudo, por uma questão de precisão técnica, muitas vezes empregamos o conceito de “valor mobiliário”, o qual, apesar de bastante mais abrangente, apenas releva para este efeito por nele se incluírem as ações.

2. Nota histórica sobre a desmaterialização dos valores mobiliários: do invento maravilhoso ao adeus ao papel

A materialização de direitos de crédito em documentação em papel, como bem explica AMADEU FERREIRA, foi *considerada como uma das grandes contribuições do direito para o desenvolvimento do comércio*, como um *invento maravilhoso*⁹.

Efetivamente, e fazendo uso da expressão utilizada por OLIVEIRA ASCENSÃO, sendo o direito subjetivo *um mero juízo de relação*, a criação dos títulos de crédito, em que os direitos passam a estar representados num título em papel, permitiu *obviar às dificuldades que esse carácter incorpóreo trazia*¹⁰, assegurando uma rápida e segura circulação da riqueza e, conseqüentemente, um eficaz funcionamento do sistema financeiro. Desta forma se permitia, de um prisma jurídico, que os direitos de crédito saíssem da esfera de atuação do direito das obrigações para passarem a estar sob a alçada dos direitos reais, com todas as vantagens que isso acarretava em termos de certeza e segurança jurídicas¹¹.

No entanto, este invento maravilhoso depressa se revelou pouco prático e contrário aos objetivos de rapidez, segurança e eficácia que inicialmente visava, qual feitiço que se vira contra o feiticeiro.

De facto, com a proliferação das transações sobre títulos de crédito, onde se incluem os valores mobiliários, tornou-se quase insuportável fazer face ao volume de papéis em circulação, o que levou a um *estrangulamento do sistema criado*¹².

AMADEU FERREIRA aponta um conjunto de causas que fizeram evoluir o sistema financeiro no sentido do abandono da documentação em papel¹³, de entre as quais destacamos a massificação das operações bancárias, a liquidação física das

⁹ Vide FERREIRA, Amadeu José – *Valores mobiliários escriturais – um novo modo de representação e circulação de direitos*, 1997, p. 63.

¹⁰ Vide OLIVEIRA ASCENSÃO, José de - *Valor mobiliário e título de crédito*, Revista da Ordem dos Advogados, Ano 56, Vol. III, 1996, p. 838.

¹¹ Vide FERREIRA, Amadeu José – *Valores mobiliários escriturais – um novo modo de representação e circulação de direitos*, 1997, p. 63.

¹² Vide OLIVEIRA ASCENSÃO, José de - *Valor mobiliário e título de crédito*, Revista da Ordem dos Advogados, Ano 56, Vol. III, 1996, p. 838.

¹³ Vide FERREIRA, Amadeu José – *Valores mobiliários escriturais – um novo modo de representação e circulação de direitos*, 1997, pp. 64 - 69.

operações de bolsa e o custo da emissão dos títulos. Efetivamente, no final do século XIX, e atendendo aos riscos decorrentes de ser o próprio titular dos valores mobiliários a guardá-los e conservá-los, generalizou-se a prática de atribuir a sua administração e custódia a instituições financeiras, nomeadamente bancos, as quais passaram a acumular um volume incomportável de documentos a que não eram já capazes de dar resposta por falta de tempo, espaço e recursos. Este fenómeno, por conseguinte, impactou a liquidação física das operações de bolsa, cuja morosidade e burocracia prejudicou o desenrolar das transações que se queriam rápidas e eficazes. Ademais, a proliferação de títulos representativos de direitos não se revelou onerosa apenas para as instituições financeiras, mas também para as sociedades emitentes e para o Estado, já que a emissão de títulos em grandes quantidades representava custos significativos que estas entidades não conseguiam suportar.

Foi nestes termos, e para fazer face a estas dificuldades práticas, que se iniciou um processo de desmaterialização dos valores mobiliários, que AMADEU FERREIRA segrega em dois graus fundamentais: a desmaterialização da circulação e a desmaterialização total¹⁴.

20

Com a desmaterialização da circulação não se prescinde dos documentos em papel, mas apenas da sua circulação, sendo que, em Portugal, o primeiro diploma que merece referência a este respeito é o Decreto-Lei n.º 150/77, de 13 de abril. Efetivamente, este diploma previa a possibilidade de as ações, independentemente da sua forma de representação (nominativas ou ao portador), serem depositadas junto de uma instituição de crédito, sendo que em alternativa estava previsto um sistema de registo junto da entidade emitente – a escolha entre uma e outra opção estava a cargo do titular de valores mobiliários.

Este diploma é merecedor de nota já que abriu portas para a publicação do Decreto-Lei n.º 408/82, de 29 de setembro, nos termos do qual as ações nominativas passavam a estar obrigatoriamente sujeitas ao regime do depósito em instituição de crédito, dando assim origem a um *sistema de registo ou de depósito de valores mobiliários ao*

¹⁴ Vide FERREIRA, Amadeu José – *Valores mobiliários escriturais – um novo modo de representação e circulação de direitos*, 1997, pp. 72 e ss.

*qual se encontra inerente todo um regime de circulação*¹⁵ – no mesmo sentido, o Código das Sociedades Comerciais, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de setembro, previa um regime inerente à transmissão de valores mobiliários registados ou depositados.

O passo seguinte foi dado pelo Decreto-Lei n.º 210-A/87, de 27 de maio, que previa um sistema de depósito irregular e de imobilização dos títulos para responder aos problemas da liquidação das operações de bolsa, nos termos do qual se estabelecia um depósito facultativo em instituições financeiras apenas aplicável a valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado e abrangidos pelo sistema de liquidação e compensação de operações de bolsa. A par disto, estabelecia-se que os valores mobiliários depositados em instituição financeira eram bens fungíveis, o que facilitava a liquidação das operações e permitia a movimentação das contas de depósito apenas para regularizar os saldos apurados pelos serviços de liquidação e compensação.

No entanto, foi com o Código do Mercado de Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de abril, que foi criado um verdadeiro sistema de registo ou depósito de titularidade centralizado de títulos, o qual representa, em Portugal, o apogeu da desmaterialização da circulação. Efetivamente, este diploma criou um sistema composto por várias entidades e intermediários financeiros participantes, em que o depósito de valores mobiliários, quaisquer que estes fossem, era efetuado junto de um intermediário financeiro, o qual, por sua vez, os depositava na Central de Valores Mobiliários, deixando, deste modo, de existir qualquer movimentação física dos títulos. Com este depósito, a titularidade sobre os valores mobiliários não se transferia para o intermediário financeiro, atendendo a que o regime de fungibilidade instituído pelo Decreto-Lei n.º 210-A/87, de 27 de maio, transitava agora para este novo Diploma e nos termos do qual o intermediário financeiro *não está obrigado a guardá-los em separado – impedindo a sua confusão com outros, de*

¹⁵ Vide VIDAL, Isabel – *Da (ir)relevância da forma de representação para efeitos de transmissão de valores mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 15, 2002, p. 291.

*conteúdo idêntico -, nem tem de entregar ao depositante, aquando da cessação do depósito, os específicos títulos recebidos, podendo restituir quaisquer uns (aqueles ou outros idênticos)*¹⁶.

Para além de um sistema de depósito, este era também um sistema de controlo, já que refletia a quantidade de valores mobiliários em circulação e integrantes das contas dos vários intermediários financeiros participantes no sistema, estabelecendo, deste modo, *a identidade entre a quantidade dos valores emitidos e a quantidade de valores em circulação*¹⁷.

Dito isto, importa agora atentar na experiência portuguesa de desmaterialização total, em que o direito passa apenas a ser representado por um registo em conta, deixando o título de existir. A primeira manifestação da desmaterialização total correspondeu à desmaterialização dos títulos representativos de dívida pública portuguesa, em que se permitia que a emissão de valores mobiliários pudesse ser dispensada pelo adquirente, como acontecia com os certificados nominativos representativos de Bilhetes do Tesouro, ou em que se deixava efetivamente de emitir títulos físicos, sendo estes representados de forma meramente escritural, como sucedia com o Crédito em Leilão ao Investimento Público e as Obrigações do Tesouro de médio prazo - iniciada em 1985, a desmaterialização dos títulos representativos de dívida pública *tornou-se uma constante*, estendendo-se para a grande maioria de formas de emissão de dívida pública¹⁸.

22

Contudo, foi com o Decreto-Lei n.º 229-D/88, de 4 de julho, que se deu a desmaterialização das ações, as quais passaram a poder assumir também a forma escritural, sendo registadas junto da entidade emitente ou em instituições de crédito por si indicadas. Nos termos deste Diploma, a forma de representação escritural era reversível, permitindo-se a conversão de valores titulados em escriturais e destes em valores titulados.

Com a entrada em vigor do Código do Mercado de Valores Mobiliários este diploma foi revogado e substituído, sendo que este Código procurou *generalizar quanto*

¹⁶ Vide OSÓRIO DE CASTRO, Carlos – *Valores mobiliários: conceito e espécies*, 1996, pp. 33 e 34.

¹⁷ Vide BRANDÃO DA VEIGA, Alexandre – *Sistemas de controlo de valores no novo Código dos Valores Mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, 2000, p. 107.

¹⁸ Vide FERREIRA, Amadeu José – *Valores mobiliários escriturais – um novo modo de representação e circulação de direitos*, 1997, p. 94.

*possível o sistema criado para as ações escriturais pelo Decreto-Lei n.º 229-D/88*¹⁹. Efetivamente, a forma de representação escritural deixou de ser reversível, salvo quando tal se mostrasse necessário para permitir a negociação dos valores mobiliários no estrangeiro (num *claro incentivo a favor da escrituralidade dos valores emitidos*²⁰) e a possibilidade de assumir a forma escritural estendeu-se a todos os valores mobiliários. A par disto, foi criado um sistema de registo e controlo de valores mobiliários escriturais (em que a criação da Central de Valores Mobiliários assumiu particular importância) e um sistema de liquidação e compensação de operações de bolsa a nível nacional, suprimindo-se assim algumas das insuficiências do Diploma anterior.

Desta forma, passaram a coexistir, em Portugal, valores mobiliários titulados com valores mobiliários escriturais, representativos, respetivamente, da desmaterialização da circulação e da desmaterialização total de valores mobiliários. Com a revogação do Código do Mercado de Valores Mobiliários²¹ e a entrada em vigor do novo Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, esta coexistência tornou-se ainda mais evidente. Efetivamente, passou a vigorar, entre outros, o princípio da liberdade de escolha por parte da entidade emitente quanto à forma de representação dos valores mobiliários e a regra da convertibilidade de forma foi novamente instituída. Como explica VIDAL, retirando-se do novo Código os mecanismos que indiciavam uma preferência do legislador pela escrituralidade, *passa-se a assumir como indiferente a opção que a emitente tome sobre a forma de representação dos valores mobiliários que emita, chamando-se apenas a atenção para o regime que, em face de outros fatores como a negociabilidade desses títulos*

¹⁹ Vide OLIVEIRA ASCENSÃO, José de - *Valor mobiliário e título de crédito*, Revista da Ordem dos Advogados, Ano 56, Vol. III, 1996, p. 843.

²⁰ Vide VIDAL, Isabel – *Da (ir)relevância da forma de representação para efeitos de transmissão de valores mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 15, 2002, p. 292.

²¹ No preâmbulo do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, lêem-se, como motivos que levaram à substituição do Código do Mercado de Valores Mobiliários: *a pretensão de autossuficiência do Código, que tudo quis prever e regular com pormenor, foi, numa primeira fase, essencial para o seu êxito. Porém, esse modelo depressa se revelou portador de alguma falta de flexibilidade e gerador de dificuldades de adaptação à evolução das situações. [...] Por isso, há algum tempo se vinha a colocar o problema de uma revisão que, conservando as vantagens trazidas pelo Código, permitisse novos passos na modernização do sistema de valores mobiliários.*

*em mercado regulamentado, se repercutirão sobre o sistema de circulação dos valores mobiliários, sem que, desde logo e em primeira linha, se tenha em atenção a sua representação*²².

Assim, os títulos em papel, tidos inicialmente como essenciais à circulação de direitos, *perderam toda a sua função tradicional*²³, atendendo a que mesmo os que subsistem (valores mobiliários titulados) passaram a estar imobilizados através de um sistema de depósito. Efetivamente, o suporte em papel foi progressivamente substituído por um suporte informático introduzido com os registos em computador (movimentos escriturais), o qual apresentou como *vantagens óbvias a simplificação, maior rapidez, maior flexibilidade e maior segurança*, ainda que a *tradição e elementos simbólicos* façam com que esta transição se revele, para muitos, como um *difícil adeus ao papel*^{24 25}.

²² Vide VIDAL, Isabel – *Da (ir)relevância da forma de representação para efeitos de transmissão de valores mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 15, 2002, p. 292.

²³ Vide FERREIRA, Amadeu José – *Valores mobiliários escriturais – um novo modo de representação e circulação de direitos*, Coimbra, 1997, p. 97.

²⁴ Vide FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos – *Valores mobiliários: o papel e o computador*, Código das Sociedades Comerciais – Homenagem aos Professores Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier, 2007, p. 628.

²⁵ Nas palavras de MENEZES CORDEIRO, *cada vez mais as ações são escriturais, embora a titulação em papel se mantenha e seja útil*. Vide MENEZES CORDEIRO, António – *Direito das Sociedades*, 2017, p. 663.

3. Referência a ordenamentos estrangeiros

3.1. Estados Unidos da América: o sistema americano de titularidade indireta

A experiência norte-americana de desmaterialização de títulos é considerada como um exemplo *paradigmático*²⁶ para aquela que foi a posterior evolução dos direitos europeus para um sistema de registo de valores mobiliários maioritariamente escritural, não fossem os Estados Unidos da América considerados *pioneiros do progresso nos mercados financeiros*²⁷.

De facto, foi o aumento das transações sobre valores mobiliários verificado na década de sessenta do século passado que conduziu àquele que ficaria conhecido como o *paperwork crunch*²⁸ da bolsa de Nova Iorque e que levou a sucessivas alterações do artigo 8.º do U.C.C. no sentido de privilegiar um modelo de titularidade indireta de valores mobiliários em detrimento de um sistema de titularidade direta assente em certificados em papel.

Com efeito, na segunda metade do século XX, os títulos de valores mobiliários transacionavam-se através da entrega e registo físicos dos mesmos, sendo representados por um certificado em papel (*certificatted securities*) que circulava de proprietário em proprietário – a transferência da propriedade envolvia a entrega física do certificado e, caso este estivesse registado, a alteração do registo junto da sociedade emitente²⁹.

²⁶ Vide FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, 2012, p. 377.

²⁷ Vide FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos – *Registo de valores mobiliários*, Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques dos Santos, Vol. I, 2005, p. 882.

²⁸ Vide HAENTJENS, M. – *Harmonisation of securities law: custody and transfer of securities in European private law*, 2007, pp. 190 e ss; ROGERS, James S. – *Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8*, *CLA Law Review*, 1996, 1432-1503, pp. 1445 e ss; DONALD, David C. – *The Rise and Effects of the Indirect Holding System: How Corporate America Ceded its Shareholders to Intermediaries*, 2007, pp. 10 e ss; HAKES, Russel A – *UCC Article 8: Will the Indirect Holding of Securities Survive the Light of Day*, 35 *Loy. L.A. Law Rev.* 661, 2002, pp. 668 e ss.

²⁹ Vide HAKES, Russel A – *UCC Article 8: Will the Indirect Holding of Securities Survive the Light of Day*, 35 *Loy. L.A. Law Rev.* 661, 2002, p. 667.

Ora, a versão de 1962 do artigo 8.º do U.C.C., adotada pela maioria dos Estados norte-americanos, seguia este modelo de materialização, ainda que, a par do mesmo, tivesse surgido a emissão de alguns títulos sem certificado (*uncertificatted securities*), os quais privilegiavam o registo da propriedade, eliminando a entrega física de certificados (modelo de desmaterialização). Tanto nos títulos com certificado, como nos títulos sem certificado, existia uma relação direta entre emitentes de valores mobiliários e investidores³⁰.

No entanto, os títulos materializados em certificados em papel começaram a revelar-se um obstáculo para um célere, eficaz e seguro funcionamento do mercado norte-americano, atendendo a que o volume de transações sobre valores mobiliários era cada vez maior³¹ e a que, consequentemente, os *back offices* das empresas de investimento e instituições financeiras já não eram capazes de processar a documentação relativa à liquidação das transações³².

Neste sentido, com os objetivos de aliviar o processo de transação de valores mobiliários e de restaurar a confiança no mercado³³, procedeu-se, em 1977, à primeira revisão do artigo 8.º do U.C.C.

Este projeto de revisão tinha um âmbito de aplicação muito limitado e não procurava uma modernização suficientemente abrangente³⁴ na forma e modo de circulação dos valores mobiliários, sendo que a sua principal inovação consistiu em prever e regular a emissão e transmissão de valores mobiliários através de simples

³⁰ Vide HAKES, Russel A – *UCC Article 8: Will the Indirect Holding of Securities Survive the Light of Day*, 35 Loy. L.A. Law Rev. 661, 2002, p. 668.

³¹ De acordo com informação apresentada por FERREIRA DE ALMEIDA, no final dos anos sessenta do século XX transacionavam-se na bolsa de Nova Iorque cerca de 30 milhões de ações por dia. Vide FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos – *Registo de valores mobiliários*, Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques dos Santos, Vol. I, 2005, p. 874. Em 1987 esse número elevava-se a 150/200 milhões de ações por dia. Vide FERREIRA, Amadeu José – *Valores mobiliários escriturais – um novo modo de representação e circulação de direitos*, 1997, p. 64, nota de rodapé 168.

³² Vide HAENTJENS, M. – *Harmonisation of securities law: custody and transfer of securities in European private law*, 2007, p. 190.

³³ Vide HAENTJENS, M. – *Harmonisation of securities law: custody and transfer of securities in European private law*, 2007, p. 190.

³⁴ Vide ROGERS, James S. – *Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8*, *CLA Law Review*, 1996, 1432-1503, p. 1435.

registos nos livros da entidade emitente, em alternativa aos tradicionais certificados em papel³⁵, como era já prática de alguns.

Contudo, por altura desta revisão, o problema do *paperwork crunch* já começava a ser resolvido pelo mercado por via de um terceiro modelo, desenvolvido à margem do plano legislativo: o modelo de detenção indireta e de imobilização de valores mobiliários.

Efetivamente, para fazer face à crise que se vivia na Bolsa de Nova Iorque, e atendendo a que a existência de um modelo com certificados em papel era ainda a preferência dos agentes do mercado, as sociedades emitentes de valores mobiliários começaram a emitir títulos globais (*jumbo certificates*) em papel, os quais eram depositados junto de um depositário central (DTC) que tinha contas de títulos abertas em nome de uma escassa centena de participantes³⁶, compostos essencialmente por intermediários financeiros e instituições financeiras. Por sua vez, os investidores não figuravam como acionistas nos livros da sociedade emitente, constando a sua posição jurídica apenas nos registos de intermediários financeiros que, por seu turno, registavam o conjunto dos valores mobiliários em seu nome noutros intermediários financeiros de maior dimensão³⁷.

27

Desta forma, reduzia-se a avalanche de transações e as dificuldades práticas por esta causada, já que os títulos eram depositados junto de um depositário central e os investidores atuavam através de intermediários financeiros, afastando-se assim a relação direta entre investidor e sociedade emitente e a multiplicidade de certificados em papel. Efetivamente, este modelo foi de tal forma bem recebido pelos vários agentes do mercado que a Cede & Co., atuando como representante da DTC, apresentava-se como detentora de 60% a 80% do capital de todas as sociedades norte-americanas com ações cotadas em bolsa³⁸.

³⁵ Vide FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos – *Registo de valores mobiliários*, Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques dos Santos, Vol. I, 2005, p. 882.

³⁶ De acordo com ROGERS, James S. – *Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8*, *CLA Law Review*, 1996, 1432-1503, p. 1444, participavam na DTC, em 1996, cerca de seiscentos intermediários financeiros e instituições financeiras.

³⁷ Vide FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos – *Registo de valores mobiliários*, Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques dos Santos, Vol. I, 2005, p. 883.

³⁸ Vide ROGERS, James S. – *Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8*, *CLA Law Review*, 1996, 1432-1503, p. 1443.

Ora, a reforma de 1977, com escassas referências a este modelo de titularidade indireta, revelou-se incompleta e irrealista atendendo à altura em que foi concebida³⁹, já que caiu no pressuposto erróneo de que o modelo de titularidade indireta daria lugar a uma solução assente em *uncertificaded securities*, ignorando o peso dos interesses privados de determinados agentes no mercado em manter este sistema. De facto, isto revela-se particularmente evidente no caso dos intermediários financeiros: com um sistema de titularidade indireta, um investidor não fazia uma transação sem antes passar pelo intermediário financeiro através do qual detinha, indiretamente, determinado valor mobiliário⁴⁰. Ora, os benefícios económicos resultantes desta relação exerciam uma enorme pressão na manutenção deste sistema, não existindo qualquer incentivo à mudança para um sistema dominado por *uncertificaded securities*, em que esta intermediação deixaria de existir.

Assim, foi a incerteza sobre o modo de aplicação das disposições do artigo 8.º do U.C.C. ao modelo de titularidade indireta⁴¹, dominante no mercado, que levou, em 1994, à revisão do artigo 8.º do U.C.C para como o conhecemos hoje.

Com esta revisão, dita neutral⁴², passaram a coexistir dois modelos de titularidade sobre valores mobiliários: um modelo de titularidade direta e um modelo de titularidade indireta.

O modelo de titularidade direta mantinha, no essencial, o regime introduzido na revisão de 1977⁴³, em que o investidor era titular *erga omnes* da posição jurídica sobre os valores mobiliários por si adquiridos, podendo invocar os seus direitos diretamente contra a sociedade emitente. Neste modelo, os valores mobiliários podiam ser

³⁹ Vide HAKES, Russel A – *UCC Article 8: Will the Indirect Holding of Securities Survive the Light of Day*, 35 Loy. L.A. Law Rev. 661, 2002, p. 669.

⁴⁰ Vide HAKES, Russel A – *UCC Article 8: Will the Indirect Holding of Securities Survive the Light of Day*, 35 Loy. L.A. Law Rev. 661, 2002, p. 669.

⁴¹ Como explica HAKES, Russel A – *UCC Article 8: Will the Indirect Holding of Securities Survive the Light of Day*, 35 Loy. L.A. Law Rev. 661, 2002, p. 679, as regras constantes da versão de 1977 eram indevidamente complexas porque tentavam cobrir as relações existentes no modelo de titularidade indireta com os conceitos criados para efeitos do modelo de titularidade direta.

⁴² Vide HAENTJENS, M. – *Harmonisation of securities law: custody and transfer of securities in European private law*, 2007, p. 195.

⁴³ Vide FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos – *Registo de valores mobiliários*, Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques dos Santos, Vol. I, 2005, p. 884.

representados tanto por *certificaded securities* como por *uncertificaded securities*, não existindo diferenças de regime em relação a um e outro tipo de representação.

Por outro lado, o modelo de titularidade indireta ganhou, com esta reforma, expressão no plano legislativo, girando em torno da noção de *security entitlement*. Efetivamente, a primeira preocupação do artigo 8.º revisto foi identificar, em termos funcionais, em que se traduzia a detenção de um valor mobiliário por via de um intermediário financeiro⁴⁴. Para tal, reuniu um conjunto de direitos e obrigações que compõem a relação entre intermediário financeiro (*securities intermediary*) e a pessoa que detém a posição jurídica indireta de investidor através desse intermediário (*entitlement holder*), atribuindo-lhe o nome de *security entitlement*.

Neste sentido, do conjunto de obrigações que recaem sobre o intermediário financeiro (detentor direto dos valores mobiliários) e que compõem o *security entitlement*, destacamos cinco.

Em primeiro lugar, o intermediário financeiro deve manter a paridade entre os ativos financeiros que detém (e correspondentes direitos de que é titular diretamente contra o emitente) e o conjunto de *security entitlements* que tenha estabelecido, relativamente a esses ativos financeiros, a favor do *entitlement holder*⁴⁵.

Em segundo lugar, o intermediário financeiro é obrigado a transferir para o *entitlement holder* todos os pagamentos ou distribuições feitos pela entidade emitente relativamente ao ativo financeiro por este devido indiretamente⁴⁶.

Em terceiro lugar, o intermediário financeiro deve exercer os direitos correspondentes a determinado ativo financeiro, como sendo os direitos de voto, de acordo com as instruções que receba do *entitlement holder*⁴⁷.

Em quarto lugar, o intermediário financeiro deve atuar de acordo com instruções de transferência ou resgate de determinado ativo financeiro, na medida em que estas tenham sido autorizadas e provenham de pessoa legitimada para o efeito⁴⁸.

⁴⁴ Vide ROGERS, James S. – *Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8*, *CLA Law Review*, 1996, 1432-1503, p. 1450.

⁴⁵ Cf. U.C.C. §8-504.

⁴⁶ Cf. U.C.C. §8-505.

⁴⁷ Cf. U.C.C. §8-506.

⁴⁸ Cf. U.C.C. §8-507.

Por fim, em quinto e último lugar, o intermediário financeiro deve atuar de acordo com as instruções do *entitlement holder* no sentido de converter o *security entitlement* por este detido noutra forma de detenção de valores mobiliários para a qual seja elegível, ou no sentido de transferir determinado ativo financeiro para uma conta do *entitlement holder* junto de outro intermediário financeiro⁴⁹.

De notar ainda que o *entitlement holder* não assume o risco de outras atividades desenvolvidas pelo intermediário financeiro, querendo isto dizer que a propriedade detida pelo intermediário financeiro em nome do *entitlement holder* não pode ser alvo de reclamação de créditos por parte dos credores gerais do intermediário financeiro⁵⁰.

Assim, de acordo com o modelo de titularidade indireta, a titularidade dos valores mobiliários é reconhecida à entidade cujo nome consta do registo mantido pelo depositário central (intermediário financeiro), sendo que ao investidor é atribuída uma posição jurídica indireta que se adquire pela inscrição em conta junto do intermediário financeiro⁵¹ e que é constituída por um conjunto de direitos oponíveis ao intermediário detentor direto dos valores mobiliários, sobre que incide esta posição jurídica.

30

Deste modo, é possível concluir que vigora, predominantemente, nos Estados Unidos da América, um sistema de titularidade indireta. Neste sistema, ao investidor é atribuído um direito *sui generis*⁵² com diversas dimensões, o qual pode ser invocado e exercido contra o intermediário financeiro, mas já não diretamente contra a sociedade emitente (ao contrário do que sucede num sistema de titularidade direta).

Efetivamente, apesar do artigo 8.º do U.C.C. fazer coexistir, em concorrência, estes dois modelos de titularidade (titularidade direta e titularidade indireta), a prática norte-americana demonstra que um modelo assente na intermediação entre sociedade emitente e investidor é a preferência do mercado.

⁴⁹ Cf. U.C.C. §8-508.

⁵⁰ Cf. U.C.C. §8-503. A esta regra excetuam-se as situações previstas na secção §8-511.

⁵¹ Cf. U.C.C. §8-501 (b) (1).

⁵² Vide FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos – *Registo de valores mobiliários*, Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques dos Santos, Vol. I, 2005, p. 888.

3.2. França: o sistema latino de titularidade direta⁵³

Em França, a dita desmaterialização dos valores mobiliários, assumiu um carácter bastante radical, quando comparada com aquela que se verificou noutros países europeus e, bem assim, com a aquela que foi a experiência norte-americana.

De facto, até à absoluta escrituração dos valores mobiliários, a distinção entre valores mobiliários ao portador e valores mobiliários nominativos era, aparentemente, bastante clara. Os valores mobiliários ao portador eram títulos com suporte físico, em papel, os quais incorporavam os direitos dos seus proprietários, sendo que a sua transmissão bastava-se com a mera tradição física dos mesmos – o proprietário destes títulos era o seu portador, pelo que a sociedade emitente dos valores mobiliários desconhecia os seus titulares. Caso estivessem em causa determinadas categorias de ações ao portador⁵⁴, existia uma imposição de depósito obrigatório⁵⁵ junto,

⁵³ Fazendo uso de expressão utilizada por FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos – *Registo de valores mobiliários*, Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques dos Santos, Vol. I, 2005, p. 889.

⁵⁴ Ações de sociedades francesas elencadas em decreto ministerial, ações admitidas a negociação em mercado regulamentado e ações que resultassem da conversão de ações nominativas em ações ao portador.

⁵⁵ Esta obrigatoriedade parecia justificar-se pela penúria de papel vivida em 1941 (data em que o depósito se tornou obrigatório) e pela conveniência em facilitar a manipulação dos títulos. *Vide* FERREIRA, Amadeu José – *Valores mobiliários escriturais – um novo modo de representação e circulação de direitos*, 1997, p. 78.

inicialmente, da CCDVT⁵⁶ e, uma vez extinta, da SICOVAM⁵⁷, sendo que aqui o depósito era já facultativo e em dois graus⁵⁸.

Pelo contrário, os valores mobiliários nominativos não tinham um suporte físico⁵⁹, resultando de inscrição nos registos da entidade emitente, motivo pelo qual esta conhecia a identidade dos seus proprietários – os nomes que constavam do registo eram os nomes dos titulares dos valores mobiliários, pelo que a transmissão da sua propriedade apenas se efetuava mediante alteração nos registos sociais.

Contudo, embora fosse esta a distinção existente no direito francês, na prática, a mesma não era assim tão nítida. Isto porque, para as ações ao portador conviviam três modos de detenção e gestão distintos: estas podiam ser mantidas pelo seu proprietário, que assegurava ele mesmo a gestão dos títulos; podiam ser depositadas junto de um intermediário financeiro habilitado para o efeito, o qual estava encarregue da sua custódia e gestão (de acordo com as ordens do titular do valor mobiliário ou em execução de um contrato de gestão de carteira); ou podiam ser registadas junto da SICOVAM, mediante a verificação de determinados requisitos e caso os seus titulares assim o entendessem. Ora, esta panóplia de opções à disposição dos titulares de valores mobiliários ao portador fez com que as diferenças entre as duas formas de representação existentes se esbatessem, atendendo a que a maioria dos titulares de

⁵⁶ A CCDVT, sociedade anónima constituída pelos principais bancos franceses e pela *Compagnie des agents de change* na Bolsa de valores de Paris, foi criada por força da Lei de 18 de junho de 1941, com o intuito de assegurar o depósito obrigatório de determinados valores mobiliários. Esta organização foi alvo de fortes críticas, relacionadas, especialmente, com a falta de organização, lentidão das operações e elevados custos de manutenção, motivo pelo qual acabou por ser extinta em 1949. *Vide* RIPERT, Georges et ROBLOT, René – *Traité de Droit Commercial*, Tome 2, 1994, pp. 17 e 18.

⁵⁷ A SICOVAM foi criada por força do Decreto de 4 de agosto de 1949, o qual veio substituir o depósito obrigatório de valores mobiliários por um depósito facultativo, independentemente da forma dos valores mobiliários em causa. Esta sociedade era constituída por intermediários financeiros autorizados (corretores de bolsa, bancos e instituições financeiras) e entidades emitentes de valores mobiliários, os quais se tornavam seus afiliados – apenas as instituições afiliadas podiam depositar títulos em conta corrente junto da SICOVAM. As contas mantidas junto desta central depositária serviam exclusivamente uma função de controlo das quantidades de valores mobiliários em circulação, já que destas constava o mesmo número de valores mobiliários que os intermediários financeiros afiliados conservavam por conta dos seus clientes. Em 2001, a SICOVAM, SA., fundiu-se com o Euroclear Bank, passando a chamar-se Euroclear France.

⁵⁸ O depósito destes valores mobiliários era feito pelos seus titulares, primeiramente, num banco ou *agent de change*, os quais, por sua vez, os depositavam na SICOVAM.

⁵⁹ O certificado nominativo que é entregue aos titulares de ações ao portador não vale, em si mesmo, como um título de propriedade. *Vide* MERLE, Philippe – *Droit Commercial : Sociétés Commerciales*, 1990, p. 229.

ações ao portador privilegiava o registo em conta junto da SICOVAM⁶⁰ em detrimento de serem eles mesmos a assegurar a custódia e gestão dos títulos por si mantidos.

Neste sentido, sob pena da legislação em vigor se tornar completamente obsoleta, e tendo em conta preocupações de índole fiscal⁶¹, deu-se início, em 1981, à desmaterialização absoluta dos valores mobiliários.

De facto, foi publicada, no final desse ano, a Lei das Finanças para 1982 (Lei n.º 81-1160, de 30 de dezembro de 1981) que, por força do seu artigo 94-II, deu origem ao Decreto n.º 83-359, de 2 de maio de 1983, o qual veio pôr fim efetivo aos valores mobiliários com representação física.

33

Efetivamente, a partir da entrada em vigor deste Decreto⁶², todos os valores mobiliários emitidos em França e submetidos à legislação interna, salvo raras exceções⁶³, independentemente da sua forma e da sua negociação em mercado regulamentado, deixaram de poder ser representados por fórmulas impressas, sendo-o apenas por registos em conta em nome do seu proprietário – a forma escritural tornou-se obrigatória para todos os valores mobiliários.

Contudo, a distinção entre valores mobiliários nominativos e valores mobiliários ao portador não deixou de existir⁶⁴, passando a assentar na determinação da entidade responsável pela manutenção da conta.

⁶⁰ De acordo com um estudo realizado em 1980 pela Comissão encarregue de estudar a modernização do mercado de valores mobiliários em França, cerca de 87% dos acionistas preferiam depositar os seus valores mobiliários junto da SICOVAM, sendo que, quando estavam em causa ações admitidas à negociação a prazo em mercado regulamentado, a proporção entre o número de títulos registados junto da SICOVAM e o número de títulos emitidos excedia os 90%. *Vide* RIPERT, Georges et ROBLOT, René – *Traité de Droit Commercial*, Tome 2, 1994, p. 19.

⁶¹ Para além de motivos relacionados com fraude e evasão fiscal, esta reforma visava facilitar o recenseamento da fortuna mobiliária dos franceses por forma a poder lançar-se um imposto sobre as grandes fortunas (I.G.F). *Vide* MERLE, Philippe – *Droit Commercial : Sociétés Commerciales*, 1990, p. 220, e RIPERT, Georges et ROBLOT, René – *Traité de Droit Commercial*, Tome 2, 1994, p. 20.

⁶² O Decreto n.º 83-359, de 2 de maio de 1983, entrou em vigor dezoito meses após a data da sua publicação, pelo que entrou em vigor a 5 de novembro de 1984. *Vide* RIPERT, Georges et ROBLOT, René – *Traité de Droit Commercial*, Tome 2, 1994, p. 21.

⁶³ Obrigações emitidas antes do Decreto de 2 de maio de 1983, amortizáveis por sorteio de acordo com a sua numeração, dada a incompatibilidade da numeração com a desmaterialização dos valores. *Vide* FERREIRA, Amadeu José – *Valores mobiliários escriturais – um novo modo de representação e circulação de direitos*, 1997, p. 87.

⁶⁴ A manutenção da denominação “valores mobiliários ao portador” é criticada por alguma doutrina, na medida em que, com esta reforma, deixaram de existir portadores de títulos: não existindo um

De facto, os valores mobiliários ao portador admitidos na SICOVAM, eram inscritos em conta junto de um intermediário financeiro habilitado para o efeito, escolhido pelo titular dos valores mobiliários e que assegurava o anonimato das posições detidas pelos seus clientes relativamente à entidade emitente. Por outro lado, os valores mobiliários nominativos podiam ter dois regimes distintos, aplicáveis consoante a escolha do seu titular: podiam ser valores mobiliários nominativos puros, caso em que a inscrição era feita junto da entidade emitente ou de mandatário designado por essa entidade, pelo que apenas esta conhecia os titulares destes valores⁶⁵; ou valores mobiliários nominativos administrados, caso em que a inscrição era feita junto da sociedade emitente, mas o titular dos valores mobiliários escolhia um intermediário financeiro habilitado para gerir a sua conta, o qual deveria comunicar à entidade emitente qualquer mudança na propriedade dos valores por ele geridos^{66 67}.

Assim, a entidade emitente deveria criar, nas suas contas, duas secções: uma para as ações nominativas cujo titular optasse por uma conta administrada por intermediário financeiro, e uma para as ações nominativas geridas diretamente pelo seu proprietário. Por sua vez, também as ações ao portador e as ações nominativas administradas deveriam ser objeto de duas secções separadas nas contas dos intermediários financeiros habilitados e nas contas abertas pela SICOVAM às entidades suas afiliadas⁶⁸.

No que respeita à transmissão de valores mobiliários inscritos em conta, esta basta-se com a mera transferência de uma conta para a outra, o que revela desde logo

suporte físico, a distinção passou a assentar exclusivamente no anonimato dos seus titulares, pelo que melhor seria chamá-los de “valores mobiliários anónimos”. *Vide* MERLE, Philippe – *Droit Commercial : Sociétés Commerciales*, 1990, p. 221. No mesmo sentido, RIPERT, Georges et ROBLOT, René – *Traité de Droit Commercial*, Tome 2, 1994, p. 33.

⁶⁵ É possível apontar algumas vantagens a este regime, como sendo a gratuitidade das operações correntes, a rápida entrega dos dividendos, a maior facilidade na obtenção de informação pelo titular bem como a sua maior facilidade de acesso às assembleias gerais. *Vide* FERREIRA, Amadeu José – *Valores mobiliários escriturais – um novo modo de representação e circulação de direitos*, 1997, p. 170.

⁶⁶ Na opinião de RIPERT/ROBLOT, esta faculdade concedida ao titular de ações nominativas não pode ser afastada por disposição estatutária. *Vide* RIPERT, Georges et ROBLOT, René – *Traité de Droit Commercial*, Tome 2, 1994, p. 36.

⁶⁷ O regime dos valores mobiliários nominativos administrados era obrigatório para os valores mobiliários negociados em mercado regulamentado ou que devessem obrigatoriamente seguir a forma nominativa (Cf. artigo 5º do Decreto).

⁶⁸ *Vide* RIPERT, Georges et ROBLOT, René – *Traité de Droit Commercial*, Tome 2, 1994, p. 36.

as facilidades introduzidas por um sistema informático escritural que dispensa todo e qualquer formato em papel.

Desde então, é este o sistema a vigorar em França, encontrando-se atualmente esta matéria regulada no *Code de Commerce* e no *Code Monétaire et Financier*, sendo que muitas disposições do Decreto n.º 83-359, de 2 de maio de 1983, são ainda aplicáveis. Neste sentido, as ações ao portador continuam a caracterizar-se pela sua inscrição em conta junto de intermediários financeiros habilitados para o efeito em nome do seu titular e a distinção entre ações nominativas puras e ações nominativas administradas mantém-se.

Concluindo, é possível dizer que em França vigora predominantemente um sistema de titularidade direta⁶⁹, em que o detentor de valores mobiliários é titular de situações jurídicas ativas oponíveis *erga omnes*⁷⁰, podendo invocar e exercer diretamente os seus direitos perante o emitente ou qualquer terceiro⁷¹. De facto, este sistema exige, no caso de valores mobiliários escriturais, um registo de titularidade, que, no caso francês, é misto⁷², já que se efetua tanto junto da entidade emitente (ações nominativas puras) como junto de um intermediário financeiro (ações nominativas administradas e ações ao portador).

A este propósito, poderia entender-se que, no caso dos valores mobiliários registados junto de um intermediário financeiro, não estamos perante um verdadeiro

⁶⁹ Dizemos estar perante um sistema predominantemente de titularidade direta já que, como nota FERREIRA DE ALMEIDA, existe, no artigo L-228-1, 7ª frase, uma cedência parcial ao sistema de titularidade indireta aplicável a ações de que sejam titulares pessoas sem domicílio em França. *Vide* FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos – *Registo de valores mobiliários*, Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques dos Santos, Vol. I, 2005, p. 888.

⁷⁰ Como explica FIGUEIREDO, a natureza constitutiva da inscrição em conta gerou um debate na doutrina francesa acerca da natureza pessoal ou real do direito do titular da conta, sendo porém entendimento dominante, confirmado pela jurisprudência, a caracterização da inscrição em conta como um verdadeiro direito real. *Vide* FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, 2012, p. 380, nota de rodapé 1350. Neste sentido, MERLE, Philippe – *Droit Commercial : Sociétés Commerciales*, 1990, p. 229, chama a atenção para a posição de ROBLOT neste debate, de acordo com o qual o titular da ação “não tem apenas um direito de crédito sobre o emissor ou intermediário financeiro que impõe um conjunto de obrigações rigorosas à entidade gestora de contas. Tem, sobre o valor que é representado pela inscrição em conta, um direito que pertence à categoria dos direitos reais pelos poderes que confere: utilização direta ou indireta e oposição absoluta”.

⁷¹ *Vide* FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos – *Registo de valores mobiliários*, Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques dos Santos, Vol. I, 2005, p. 886.

⁷² *Vide* FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, 2012, p. 380 e FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos – *Registo de valores mobiliários*, Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques dos Santos, Vol. I, 2005, p. 888.

sistema de titularidade direta, já que não existe uma relação direta entre investidor e entidade emitente. Contudo, esta ideia apenas faz sentido nos casos em que não seja admitido o registo junto de intermediário financeiro como meio único de representação do direito⁷³, o que não sucede no direito francês.

De facto, na relação contratual estabelecida entre investidor e intermediário financeiro, aquele mantém a titularidade dos valores mobiliários na sua esfera, sendo esta uma relação com elementos típicos do mandato, do depósito regular e do depósito irregular que não pressupõe, no entanto, a transferência da propriedade sobre os valores mobiliários para o intermediário financeiro⁷⁴. Efetivamente, o papel do intermediário financeiro no registo de titularidade não excede a mera certificação ou atuação representativa de fonte negocial⁷⁵, sendo ao titular a quem compete o exercício dos seus direitos, os quais só são exercidos pelo intermediário financeiro na medida em que o titular das ações se dispuser a conceder-lhe poderes para tal.

⁷³ *Vide* FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos – *Registo de valores mobiliários*, Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques dos Santos, Vol. I, 2005, p. 887.

⁷⁴ *Vide* FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, 2012, p. 381.

⁷⁵ *Vide* FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos – *Registo de valores mobiliários*, Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques dos Santos, Vol. I, 2005, p. 887.

4. Publicidade de participações sociais em sociedades anónimas

4.1. Enquadramento geral

Em Portugal, a titularidade de valores mobiliários pode assumir as duas modalidades de titularidade que se têm vindo a contrapor (e a conviver) até aqui: um modelo de titularidade direta de valores mobiliários e um modelo de titularidade indireta de valores mobiliários.

Efetivamente, embora seja o modelo de titularidade direta que tem expressão dominante no quadro legal português, a busca por uma maior flexibilidade negocial e a influência dos mercados financeiros dominantes, fez com que também o modelo de titularidade indireta tivesse ganho expressão no mercado e tráfego mobiliário português, à margem do plano legislativo, ainda que objeto de tímido acolhimento em alguns quadrantes normativos específicos⁷⁶.

Como explica ENGRÁCIA ANTUNES⁷⁷, no modelo de titularidade direta, o titular dos valores mobiliários exerce diretamente os direitos a estes inerentes perante a entidade emitente e terceiros: enquanto titular de uma conta de titularidade (ou conta de registo individualizado) que tem por objeto a identificação qualitativa e quantitativa da respetiva titularidade dos valores mobiliários, cada investidor encontra-se numa relação jurídica imediata com a entidade emitente, podendo assim invocar e exercer diretamente perante esta, ou perante quaisquer terceiros, os direitos inerentes a tais valores. Por seu turno, no modelo de titularidade indireta, o titular dos valores mobiliários apenas pode exercer os respetivos direitos através da interposição de um intermediário financeiro: encontrando-se tais valores, na maioria das vezes, integrados em contas de registo globais (ou contas *omnibus*) abertas em nome do próprio intermediário financeiro, onde se encontram inscritos de forma indistinta uma massa de valores mobiliários detidos por conta de múltiplos investidores, origina-se assim um fenómeno de titularidade intermediada.

⁷⁶ Vide FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, 2012, p. 437.

⁷⁷ Vide ENGRÁCIA ANTUNES, José – *Instrumentos Financeiros*, 2017, pp. On d93 e 94.

Ora, desta dicotomia resulta que também o modo de publicidade das ações vai variar consoante estejamos perante uma situação de titularidade direta ou perante uma situação de titularidade indireta, atendendo a que diferentes exigências de registo se impõem consoante cada uma destas situações, existindo, inclusivamente, distinções dentro de cada uma delas.

Por isto, e para uma melhor compreensão das diferentes exigências de registo das ações, o estudo que se segue será dividido de acordo com esta distinção fundamental entre titularidade direta e titularidade indireta de participações sociais em sociedades anónimas.

4.2. Publicidade da titularidade direta de participações sociais em sociedades anónimas

4.2.1. O registo de ações escriturais: os sistemas de contas

No que respeita ao regime português de registo de ações escriturais⁷⁸, tal como previsto no CdVM⁷⁹, importa distinguir, primeiramente, entre o registo de emissão e o registo de titularidade das ações.

Nos termos do artigo 43.º do CdVM⁸⁰, a emissão de valores mobiliários, onde se incluem necessariamente as ações escriturais, está obrigatoriamente sujeita a registo junto da entidade emitente, o qual deve conter os elementos mencionados no artigo 44.º do CdVM e ser realizado nos termos da Portaria n.º 290/2000, de 25 de maio. Este registo de emissão, tendo registadas as características comuns ao conjunto de valores mobiliários compreendidos no mesmo processo de emissão e as características da entidade que os emitiu, tem como principal função o *controlo quantitativo e qualitativo da emissão*⁸¹.

Por seu turno, o registo de titularidade pode assumir uma de três modalidades: registo feito em intermediário financeiro, em conta integrada em sistema centralizado⁸²; registo feito num único intermediário financeiro indicado pela entidade emitente⁸³; e registo feito na entidade emitente ou em intermediário financeiro que a represente⁸⁴.

⁷⁸ Ações representadas por registos em conta. Cf. Artigo 46.º, n.º 1, do CdVM.

⁷⁹ O regime das ações escriturais consta dos artigos 61.º a 94.º do CdVM.

⁸⁰ Para os sistemas centralizados, cf. Artigo 91.º, n.º 1, alínea a), CdVM e artigos 3.º e 12.º do RegCMVM 14/2000.

⁸¹ Vide BRANDÃO DA VEIGA, Alexandre – *Sistemas de controlo de valores no novo Código dos Valores Mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, 2000, p. 111.

⁸² Cf. Artigo 61.º, alínea a), do CdVM.

⁸³ Cf. Artigo 61.º, alínea b), do CdVM.

⁸⁴ Cf. Artigo 61.º, alínea c), do CdVM.

A este respeito, importa atentar, primeiramente, nas *ações escriturais administradas centralizadas*⁸⁵, em que o registo é feito em intermediário financeiro, em conta integrada em sistema centralizado.

O sistema centralizado pressupõe a existência de uma entidade gestora do sistema centralizado⁸⁶ e envolve, pelo menos, quatro contas de registo distintas, numa lógica de *duplo grau*⁸⁷, tal como resulta do artigo 91.º, n.º 1, do CdVM: uma conta de emissão, sendo que a este respeito se remete para o já referido a propósito do registo de emissão; uma conta de controlo da conta de emissão, a qual se traduz numa conta espelho⁸⁸, devendo corresponder e refletir a conta de emissão, e que deverá ser aberta junto da entidade gestora do sistema centralizado⁸⁹; contas de titularidade (ou contas de registo individualizado), as quais são, por regra⁹⁰, abertas junto de um intermediário financeiro participante no sistema⁹¹ e das quais deve constar a descrição de todos os elementos importantes relativos à titularidade das ações⁹², tendo como principal função o *controlo quantitativo e qualitativo dos valores de cada titular*^{93 94}; e contas de controlo

⁸⁵ Fazendo uso da expressão utilizada por BRANDÃO DA VEIGA, Alexandre – *Sistemas de controlo de valores no novo Código dos Valores Mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, 2000, p. 115, a propósito de todos os valores mobiliários, a qual resulta do facto de a entidade de controlo ser distinta da entidade emitente (*administradas*) e de essa entidade de controlo ter apenas essa função específica (*centralizadas*). A este respeito, Vide CÂMARA, Paulo – *Manual de direito dos valores mobiliários*, 2016, p. 186, que defende que falar em sistema centralizado não pode passar de uma força de expressão, já que o sistema em causa é, na verdade, descentralizado, mas coordenado por uma entidade gestora.

⁸⁶ Atualmente, a entidade gestora do sistema centralizado é, no ordenamento jurídico português, a INTERBOLSA - Sociedade Gestora de Sistemas de Liquidação e de Sistemas Centralizados de Valores Mobiliários, S.A, dotada de natureza societária desde 2000 e que tem por objeto, precisamente, a gestão de sistemas de liquidação e de sistemas centralizados de valores mobiliários.

⁸⁷ Vide FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos – *Registo de valores mobiliários*, Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques dos Santos, Vol. I, 2005, p. 895.

⁸⁸ Vide FERREIRA, Amadeu José – *Valores mobiliários escriturais – um novo modo de representação e circulação de direitos*, 1997, p. 106.

⁸⁹ Esta conta, tal como a conta de emissão, não se traduz numa conta de titularidade, mas sim de quantidade, já que representa a massa global de valores da emissão. Vide CÂMARA, Paulo – *Manual de direito dos valores mobiliários*, 2016, p. 187.

⁹⁰ A manutenção e registo das contas de titularidade compete à entidade emitente apenas em situações pontuais e à entidade gestora de sistema centralizado nos casos especialmente previstos na lei (cf. Artigo 91.º, n.º 6, do CdVM).

⁹¹ A estes intermediários financeiros aplica-se o regime previsto no artigo 7.º do RegCMVM 14/2000, relativo às entidades de custódia.

⁹² As menções obrigatórias a este respeito constam do artigo 68.º do CdVM.

⁹³ Vide BRANDÃO DA VEIGA, Alexandre – *Sistemas de controlo de valores no novo Código dos Valores Mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, 2000, p. 111.

⁹⁴ Como explica FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, 2012, p. 407, é às contas de titularidade que a lei associa a emissão dos valores mobiliários (cf. Artigo 73.º, n.º 1, do CdVM), a

das contas de registo de titularidade (ou contas globais⁹⁵), as quais deverão ser abertas junto da entidade gestora do sistema centralizado e que têm como função, tal como prescreve o artigo 92.º CdVM, *monitorizar a coincidência entre a quantidade de valores mobiliários emitidos e o somatório, em cada momento, dos saldos das contas de titularidade em que aqueles se encontram inscritos*⁹⁶, isto é, a quantidade de valores mobiliários em circulação.

Sempre que estejamos perante a emissão de ações escriturais admitidas à negociação em mercado regulamentado⁹⁸ é obrigatória a sua inscrição em sistema centralizado⁹⁹.

Em segundo lugar, no que respeita às ações escriturais administradas descentralizadas¹⁰⁰, em que o registo é feito em intermediário financeiro indicado pela entidade emitente ou por intermediário financeiro que a represente, importa, antes de mais, compreender a distinção entre estas duas situações. Com efeito, como explica ALEXANDRE VEIGA¹⁰¹, estas duas situações reconduzem-se ao mesmo tema – o mandato a um intermediário financeiro –, mas são tratadas em duas alíneas distintas. Isto acontece porque nos casos em que o registo é feito em intermediário financeiro indicado pela entidade emitente, estamos perante um sistema descentralizado obrigatório, em que existe uma imposição legal nesse sentido: de acordo com o artigo 63.º do CdVM, são obrigatoriamente registados num único intermediário financeiro indicado pela entidade emitente (e sempre que não estejam integrados em sistema centralizado) os valores mobiliários distribuídos através de oferta pública e outros que pertençam à mesma categoria, os valores mobiliários emitidos conjuntamente por mais de uma

presunção da respetiva titularidade (cf. Artigo 74.º, n.º 1, do CdVM) e a eficácia translativa de negócios sobre eles incidentes (cf. Artigo 80.º do CdVM).

⁹⁵ Cf. Artigos 3.º e 11.º do RegCMVM 14/2000.

⁹⁶ Vide FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, 2012, p. 407.

⁹⁷ Estas contas não assumem uma função de registo, atributiva de direitos, mas exclusivamente uma função de controlo de registo. Vide FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, Coimbra, 2012, p. 407.

⁹⁸ Na aceção constante do artigo 200.º do CdVM.

⁹⁹ Cf. Artigo 62.º CdVM. Como explica VIDAL, Isabel – *Da (ir)relevância da forma de representação para efeitos de transmissão de valores mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 15, 2002, p. 297, a *ratio* inerente a este regime prende-se com a forma, a celeridade e a natureza dos mercados regulamentados que, pela sua regularidade de funcionamento e pela quantidade de transações nele efetuadas, são caracterizados como mercados de massa.

¹⁰⁰ Vide BRANDÃO DA VEIGA, Alexandre – *Sistemas de controlo de valores no novo Código dos Valores Mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, 2000, p. 115.

¹⁰¹ Vide BRANDÃO DA VEIGA, Alexandre – *Sistemas de controlo de valores no novo Código dos Valores Mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, 2000, pp. 115 e 116.

entidade e as unidades de participação em instituição de investimento coletivo¹⁰² (sendo que, para efeitos deste estudo, apenas os dois primeiros casos serão aplicáveis a ações escriturais). Por outro lado, nos casos em que o registo é feito em intermediário financeiro que *represente* a entidade emitente, estamos perante um sistema descentralizado *mandatado*, o qual pode depender da opção da entidade emitente: de acordo com o artigo 64.º, n.º 2, do CdVM, a entidade emitente pode optar por substituir o registo feito junto de si por registo a cargo de intermediário financeiro que atue enquanto seu representante. Assim, a afirmação de que o intermediário financeiro único é indicado pela entidade emitente visa, essencialmente, esclarecer duas questões: em primeiro lugar, deixar claro que é apenas a entidade emitente quem pode integrar em sistema descentralizado, mesmo que este seja obrigatório; e, em segundo lugar, deixar claro que o facto de o sistema ser obrigatório não impede o facto de a entidade emitente poder escolher o intermediário financeiro que vai ser a entidade de controlo.

Assim, o intermediário financeiro que assuma as funções de controlo de ações escriturais no âmbito do sistema descentralizado obrigatório, ou no âmbito do sistema descentralizado mandatado, tem a seu cargo o controlo da quantidade de ações emitidas e em circulação e o controlo das situações jurídicas que se constituem sobre essas ações. Desta forma, permite-se que o intermediário financeiro possa assegurar que a conta de controlo corresponde à conta de emissão da entidade emitente e que todas as contas de titularidade que tem junto de si correspondem à conta de emissão aberta na entidade emitente e por si controlada^{103 104}.

Relativamente a menções obrigatórias, o intermediário financeiro indicado ou em representação deverá, quanto à conta de registo de emissão, cumprir o disposto no artigo 44.º do CdVM e, quanto às contas de titularidade, cumprir o disposto no artigo 68.º do CdVM. Para além disto, e tal como decorre do artigo 63.º, n.º 4, do CdVM, o intermediário financeiro deverá adotar todas as medidas necessárias para

¹⁰² Como explica CÂMARA, Paulo – *Manual de direito dos valores mobiliários*, 2016, p. 188, nestas situações existe um dever de registo num único intermediário financeiro porque estas reclamam um grau adequado de centralização, sem, todavia, exigirem a integração em sistema centralizado.

¹⁰³ Vide REBELO PEREIRA, Maria – *Contratos de registo e depósito de valores mobiliários. Conceito e regime*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 15, 2002, p. 320.

¹⁰⁴ Cf. Artigo 16.º do RegCMVM 14/2000.

prevenir e corrigir qualquer divergência entre a quantidade, total e por categorias, de ações escriturais emitidas e a quantidade das que se encontram em circulação¹⁰⁵.

Em terceiro e último lugar, no que respeita às *ações escriturais puras*¹⁰⁶, em que o registo é feito na entidade emitente, a situação é mais simples. Efetivamente, sendo o registo efetuado na própria entidade emitente, o controlo é feito por esta, pelo que neste caso apenas existe uma conta de emissão e contas de titularidade – não existe diferença entre a entidade de custódia e a entidade emitente¹⁰⁷.

Nos termos do artigo 64.º, n.º 2, do CdVM, sempre que as ações escriturais estejam registadas junto da entidade emitente, esta pode celebrar contrato com intermediário financeiro para a substituição desse registo por outro com igual valor junto do intermediário financeiro, que atuará em representação dessa entidade¹⁰⁸.

¹⁰⁵ Como explica REBELO PEREIRA, Maria – *Contratos de registo e depósito de valores mobiliários. Conceito e regime*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 15, 2002, p. 321, embora este artigo esteja pensado para o registo num único intermediário financeiro indicado pela entidade emitente, da interpretação dos artigos 63.º e 64.º do CdVM resulta que, no primeiro caso, a designação do intermediário financeiro é obrigatória e, no segundo, facultativa. No entanto, em ambas as situações existe uma coincidência entre os deveres do intermediário financeiro, independentemente da norma ao abrigo da qual as partes tenham celebrado o contrato, pelo que o disposto no artigo 63.º, n.º 4, do CdVM será também aplicável aos casos abrangidos pelo artigo 64.º do CdVM.

¹⁰⁶ Vide BRANDÃO DA VEIGA, Alexandre – *Sistemas de controlo de valores no novo Código dos Valores Mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, 2000, p. 111.

¹⁰⁷ Vide BRANDÃO DA VEIGA, Alexandre – *Sistemas de controlo de valores no novo Código dos Valores Mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, 2000, p. 112.

¹⁰⁸ Vide REBELO PEREIRA, Maria – *Contratos de registo e depósito de valores mobiliários. Conceito e regime*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 15, 2002, p. 319.

4.2.2. O registo de ações tituladas: a subsistência do papel

Relativamente ao regime português de registo de ações tituladas¹⁰⁹ (ou títulos¹¹⁰), tal como previsto no CdVM¹¹¹, importa distinguir entre as ações integradas em sistema centralizado e as ações conservadas, em depósito, fora de sistema centralizado.

Sempre que as ações estejam integradas em sistema centralizado existe uma imobilização total das ações, estando estas sujeitas a depósito junto de intermediário financeiro. Quer isto dizer que estas ações tituladas são representadas através de registos em conta¹¹² em ligação com a entidade gestora do sistema centralizado, o que significa que, à semelhança do que sucede para as ações escriturais, é necessário um registo de emissão junto da entidade emitente, o qual, por seu turno, dará origem a uma conta de controlo de emissão (as tais contas espelho, ou contas reflexo) na entidade gestora do sistema centralizado. A par destas contas, existem, naturalmente, contas de titularidade junto de intermediários financeiros, as quais dão também origem a contas de controlo na entidade gestora do sistema centralizado.

44

Também nas ações tituladas o depósito em sistema centralizado é obrigatório quando as ações estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado¹¹³.

Ora, deste breve enquadramento se depreende que a lógica inerente ao registo das ações tituladas em sistema centralizado é em tudo semelhante à lógica correspondente às ações escriturais, de tal forma que se remete, no artigo 105.º do CdVM, para o regime dos valores mobiliários escriturais em sistema centralizado. Assim, e tal como conclui CÂMARA¹¹⁴, mais importante do que a forma de representação para o apuramento do regime jurídico, nestes casos, é saber se estamos

¹⁰⁹ Ações representadas por documentos em papel. Cf. Artigo 46.º, n.º 1, do CdVM.

¹¹⁰ Cf. Artigo 46.º, n.º 1, *in fine*, do CdVM.

¹¹¹ O regime das ações tituladas nominativas consta dos artigos 95.º a 107.º do CdVM.

¹¹² Cf. Artigo 106.º do CdVM.

¹¹³ Cf. Artigo 99.º, n.º 2, alínea a), do CdVM. A este respeito, veja-se o referido *supra* na nota de rodapé 90.

¹¹⁴ Vide CÂMARA, Paulo – *Manual de direito dos valores mobiliários*, 2016, p. 189.

ou não perante uma forma que está sujeita à centralização, já que, estando, o regime será comum independentemente da forma de representação escritural ou titulada.

Isto dito, e atendendo a que o regime das ações tituladas integradas em sistema centralizado apenas é obrigatório nos casos expressamente previstos na lei, importa agora olhar para as situações em que as ações não estão integradas em sistema centralizado.

Neste sentido, as ações tituladas podem ser depositadas em intermediário financeiro autorizado fora de sistema centralizado, o que pode suceder por uma de duas vias: ou por iniciativa do seu titular¹¹⁵, ou quando toda a emissão ou série seja representada por um só título (macrotítulos) e este não tenha sido depositado em sistema centralizado (caso em que o depósito junto de intermediário financeiro é obrigatório)¹¹⁶. Nesta segunda via, é aplicável o regime das ações escriturais registadas num único intermediário financeiro¹¹⁷, tal como decorre do artigo 99.º, n.º 5, do CdVM.

45

De acordo com o artigo 102.º, n.º 1, do CdVM, estas ações transmitem-se por declaração de transmissão escrita no título a favor do transmissário, seguida de registo junto da entidade emitente ou de intermediário financeiro que a represente.

Para além disso, podem ainda existir situações em que as ações tituladas não estão integradas em sistema centralizado nem são depositadas junto de intermediário financeiro, sendo consideradas como *títulos vivos*. Como explicam CÂMARA¹¹⁸ e VIDAL¹¹⁹, esta possibilidade é retirada através da interpretação, *a contrario*, do artigo 99.º, n.º 2, do CdVM, atendendo a que neste artigo não se generaliza a necessidade de depósito ou de integração em sistema centralizado, vigorando um princípio de liberdade da entidade emitente quanto à organização da forma de representação dos valores mobiliários titulados, com salvaguarda das situações em que a lei prescreve a obrigatoriedade da forma de organização centralizada ou do depósito das ações

¹¹⁵ Cf. Artigo 99.º, n.º 1, alínea a), do CdVM.

¹¹⁶ Cf. Artigo 99.º, n.º 2, alínea b), do CdVM.

¹¹⁷ Cf. Artigos 61.º, alínea b), e 63.º do CdVM.

¹¹⁸ Vide CÂMARA, Paulo – *Manual de direito dos valores mobiliários*, 2016, p. 189.

¹¹⁹ Vide VIDAL, Isabel – *Da (ir)relevância da forma de representação para efeitos de transmissão de valores mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 15, 2002, p. 301.

tituladas junto de intermediário financeiro. Nestes casos, aplica-se o regime dos valores mobiliários escriturais registados num único intermediário financeiro (artigo 61.º, alínea b), e artigo 63.º *ex vi* artigo 99.º, n.º 5, do CdVM)¹²⁰.

Esta solução poderá revelar-se ajustada nas situações em que as ações não são dotadas da liquidez necessária ou justificativa de outra forma de representação, nomeadamente quando estejam em causa entidades emittentes de pequena dimensão.

Relativamente a menções obrigatórias, dos títulos deverá constar, para além das menções referidas nas alíneas a) e b) do artigo 41.º, n.º1, do CdVM, os elementos previstos no artigo 97.º, n.º 1, do CdVM.

Por fim, é da maior importância fazer referência ao artigo 100.º do CdVM, o qual esclarece que a titularidade sobre as ações tituladas depositadas não se transmite para a entidade depositária, não podendo estas ser utilizadas para fins diferentes dos que resultam do contrato de depósito¹²¹, nem apreendidas para a massa falida da entidade depositária, em caso de falência. Utilizamos este artigo como ponto de saída para a análise a que nos propomos fazer de seguida, que reconduz o registo de ações em Portugal a um regime atributivo de titularidade direta.

¹²⁰ Vide VIDAL, Isabel – *Da (ir)relevância da forma de representação para efeitos de transmissão de valores mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 15, 2002, p. 301.

¹²¹ A este respeito, aproveitamos para deixar a definição apresentada por REBELO PEREIRA de contrato para registo e depósito de valores mobiliários, nos termos da qual este é um contrato pelo qual o intermediário financeiro se obriga, a título principal, a registar ou a manter em depósito determinados valores mobiliários, obrigando-se também, em princípio, a título acessório, a prestar os serviços relativos aos direitos que são inerentes aos valores mobiliários registados ou depositados. Vide REBELO PEREIRA, Maria – *Contratos de registo e depósito de valores mobiliários. Conceito e regime*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 15, 2002, p. 322

4.2.3. O registo de ações em Portugal como um regime atributivo de titularidade direta

Exposto o regime aplicável ao registo de ações no ordenamento jurídico português, cumpre agora explicar o porquê de o reconduzirmos a um modelo de titularidade direta.

Como já visto, a titularidade das ações escriturais é reconhecida à pessoa cujo nome está inscrito na conta de titularidade, quer estejam estas integradas, ou não, em sistema centralizado – são ações escriturais apenas as que se encontram inscritas nesta conta, aberta junto de intermediário financeiro, que assegura a ligação com o sistema centralizado e que a espelha na conta de controlo¹²². Existe, entre o titular da conta de titularidade e a entidade emitente, uma relação direta que reconhece ao primeiro o exercício direto dos direitos inerentes às ações perante a segunda e quaisquer terceiros.

No mesmo sentido, também o depósito de ações tituladas, como acabamos de ver, não opera a transmissão da titularidade para a entidade de custódia, mantendo-se esta na esfera do seu titular. Contrariamente ao que sucede noutros ordenamentos jurídicos que adotam um modelo de titularidade direta, como o francês, convivem, no direito português, ações escriturais com ações integradas em sistema de depósito centralizado e ações representadas por macrotítulos, mas esta realidade em nada modifica a lógica inerente às ações escriturais que é aqui comum: *a titularidade dos investidores é atribuída apenas e diretamente pelo registo, ficando, durante o período do depósito, sem qualquer outro referente documental externo e eficaz*, já que as funções tradicionais do papel estão suspensas até uma eventual reconversão¹²³ - tudo se passa como se de ações escriturais se tratassem¹²⁴. Por isso se diz, como já foi aliás aqui mencionado, que o modo de representação dos valores mobiliários em Portugal é neutro, já que não influi

¹²² Vide FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, 2012, p. 408, nota de rodapé 1477.

¹²³ Vide FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos – *Registo de valores mobiliários*, Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques dos Santos, Vol. I, 2005, p. 898.

¹²⁴ Vide FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, 2012, p. 409, nota de rodapé 1478.

no conteúdo dos respetivos direitos¹²⁵, vigorando um princípio da irrelevância das formas de representação para efeitos de circulação¹²⁶.

Quer isto dizer que, independentemente de se estar perante uma ação escritural ou uma ação titulada, não existe *qualquer interferência na cadeia de titularidade das ações*¹²⁷, existindo sempre uma relação direta entre a entidade emitente e o investidor, ainda que o regime do registo implique, na grande maioria dos casos, a interposição de intermediários financeiros e a sobreposição de contas de natureza diversa. Por isto, se reconduz o registo de ações em Portugal à definição de ENGRÁCIA ANTUNES de titularidade direta inicialmente apresentada.

¹²⁵ Vide FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos – *Registo de valores mobiliários*, Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques dos Santos, Vol. I, 2005, p. 898.

¹²⁶ Vide VIDAL, Isabel – *Da (ir)relevância da forma de representação para efeitos de transmissão de valores mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 15, 2002, p. 309.

¹²⁷ Vide FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, 2012, p. 408.

4.3. Obrigatoriedade de registo: a extinção das ações ao portador

4.3.1. O registo de ações ao portador: o regime vigente até à entrada em vigor da Lei n.º 15/2017, de 3 de maio

Até à entrada em vigor da Lei n.º 15/2017, de 3 de maio, e a par da distinção entre ações escriturais e ações tituladas a que fizemos já referência, o regime legal português subdividia as ações (e os demais valores mobiliários) em duas modalidades: ações nominativas e ações ao portador¹²⁸.

As ações nominativas eram aquelas que permitiam à entidade emitente conhecer, a todo o tempo, a identidade dos seus titulares, enquanto que as ações ao portador, pelo contrário, não permitiam à entidade emitente conhecer, a todo o tempo, a identidade dos seus titulares^{129 130}.

Atualmente, as ações são necessariamente nominativas, sendo que apenas estas podem revestir a modalidade de escriturais ou tituladas. No entanto, importa fazer referência ao regime que vigorava antes da eliminação das ações ao portador, por forma a compreender as implicações que esta eliminação acarreta.

No que respeita às ações escriturais ao portador, estas podiam ser integradas em sistema centralizado, caso em que o registo de titularidade era feito em conta integrada nesse sistema aberta junto de intermediário financeiro (artigo 61.º, alínea a),

¹²⁸ Cf. Artigo 52.º, n.º 1, do CdVM, antes da alteração introduzida pela Lei n.º 15/2017. Doravante, o regime do CdVM anterior à redação que lhe foi conferida por esta Lei será referido abreviadamente como “antigo CdVM”.

¹²⁹ Vide SOVERAL MARTINS, Alexandre – *Valores mobiliários (Ações)*, 2003, p. 25.

¹³⁰ O critério da cognoscibilidade da identidade dos titulares pela entidade emitente foi inspirado pelo ordenamento jurídico francês. Efetivamente, em Portugal, a diferença entre as ações nominativas e as ações ao portador conduzia-se a uma diversidade da disciplina de transmissão e de legitimação. De facto, de acordo com esta conceção tradicional, as ações ao portador transmitiam-se com a mera entrega, enquanto que as ações nominativas careciam da declaração do transmitente, escrita no título e do respetivo pertence, também no verso do título, além da inscrição no livro de registo da sociedade. Por seu turno, a inscrição no livro de registo da sociedade era condição de legitimação para o exercício dos direitos nas ações nominativas, ao passo que nas ações ao portador bastava a mera exibição do título. Ora, esta conceção, apesar de perfeitamente ajustada às ações tituladas, era dificilmente aplicável às ações escriturais, em que não existia representação em papel, motivo pelo qual se incorporou na ordem jurídica portuguesa este novo critério de distinção, inspirado pela experiência francesa. Vide CÂMARA, Paulo – *Manual de direito dos valores mobiliários*, 2016, pp. 120 e 121.

do antigo CdVM), sendo o registo integrado em sistema centralizado obrigatório para as ações escriturais ao portador admitidas à negociação em mercado regulamentado (artigo 62.º do antigo CdVM). A par disto, e sempre que não estivessem integradas em sistema centralizado, as ações escriturais ao portador deviam ser obrigatoriamente registadas num único intermediário financeiro, tal como decorria do artigo 63.º, n.º 1, alínea a), do antigo CdVM. A partir deste artigo e do artigo 64.º do antigo CdVM, *a contrario*, era possível concluir que as ações escriturais ao portador não podiam ser registadas na entidade emitente, o que desde logo se compreendia pela *ratio* da distinção entre ações ao portador e ações nominativas: nas ações ao portador não se possibilitava ao emitente o conhecimento a todo o tempo da identidade do respetivo titular (o que, aliás, também decorria do artigo 85.º, n.º 1, alínea c), do antigo CdVM, nos termos do qual as entidades registadoras não estavam obrigadas a prestar informações solicitadas pelas entidades emitentes em relação a elementos constantes das contas de ações escriturais ao portador)¹³¹.

50

No que respeita às ações tituladas ao portador, importa distinguir entre as ações tituladas ao portador integradas em sistema centralizado e as ações tituladas ao portador descentralizadas.

As ações tituladas ao portador podiam ser integradas em sistema centralizado quando a lei o impusesse (como sucedia com as ações tituladas ao portador admitidas à negociação em mercado regulamentado) ou por iniciativa da entidade emitente¹³², sendo que, nestes casos, após o depósito em sistema centralizado, as ações tituladas eram registadas em conta (artigo 106.º, n.º 1, do antigo CdVM) e ficavam sujeitas ao

¹³¹ A este respeito, BOTELHO, Maria de Deus – *O fim das ações ao portador – O período de conversão do nosso descontentamento*, Direito das Sociedades em Revista, Ano 9, Vol. 18, 2017, p. 185, afirma ser forçoso concluir que nas ações escriturais ao portador, era possível conhecer, a cada momento, a identidade do respetivo titular, já que uma das menções obrigatórias do registo era, precisamente, a identificação do respetivo titular (artigo 68.º, n.º 1, alínea a), do antigo CdVM) e que a transmissão destas ações originava lançamentos a débito e a crédito nas contas do cedente e do adquirente, respetivamente (artigo 71.º, n.º 1, do CdVM). Parece-nos, no entanto, que este raciocínio desconsidera os artigos por nós agora mencionados: não sendo possível o registo junto da entidade emitente, e não sendo a entidade registadora obrigada a prestar informações relativas às contas de ações escriturais ao portador à entidade emitente, as menções obrigatórias referidas no artigo 68.º e os lançamentos referidos no artigo 71.º existem, mas apenas na esfera da entidade registadora, e já não junto da entidade emitente, preservando-se assim a definição de ação ao portador e o anonimato em relação à entidade emitente que lhe era característico.

¹³² Cf. Artigo 99.º, n.º 1, alínea b), e n.º 2, alínea a), do antigo CdVM.

regime das ações escriturais integradas em sistema centralizado, tal como decorria do artigo 105.º do antigo CdVM.

No caso das ações tituladas ao portador descentralizadas, estas podiam ser depositadas em intermediário financeiro autorizado fora de sistema centralizado por iniciativa do seu titular ou quando toda a emissão ou série fosse representada por um só título e este não tivesse sido depositado em sistema centralizado (situação em que este depósito junto de intermediário financeiro era obrigatório)¹³³ – neste último caso, seria aplicável o regime das ações escriturais registadas num único intermediário financeiro, tal como decorria do artigo 99.º, n.º 5, do antigo CdVM.

Relativamente às ações tituladas ao portador depositadas em intermediário financeiro por iniciativa do seu titular, ou aos denominados títulos vivos (em que não existe depósito junto de intermediário financeiro, integrado ou não em sistema centralizado), importa atentar no modo da sua transmissão para compreender o seu regime. Efetivamente, prescrevia o artigo 101.º do antigo CdVM, relativamente à transmissão de valores mobiliários titulados ao portador, que estes se *transmitem por entrega do título ao adquirente ou ao depositário por ele indicado*, sendo que, *se os títulos já estiverem depositados junto do depositário indicado pelo adquirente, a transmissão efetua-se por registo na conta deste*. Quer isto dizer que, sempre que as ações tituladas ao portador não estivessem integradas em sistema centralizado ou depositadas em intermediário financeiro, no caso dos macro-títulos, a sua aquisição não estava sujeita a qualquer registo¹³⁴, sendo feita simplesmente por entrega do título¹³⁵. Efetivamente, nos termos do n.º 10 do Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 486/99, de 11 de novembro, que aprovou o CdVM, *eliminam-se os títulos ao portador registados, porquanto as razões fiscais que motivaram a sua criação podem ser acauteladas por outras formas. Na verdade, os valores mobiliários escriturais e os valores mobiliários titulados depositados em sistema centralizado são obrigatoriamente registados. Em relação aos restantes a questão fiscal fica resolvida pelos artigos 117.º e 129.º do CIRS, alterados pelo artigo 12.º do presente diploma*.

¹³³ Cf. Artigo 99.º, n.º 1, alínea a), e n.º 2, alínea b), do antigo CdVM.

¹³⁴ Vide PINTO DUARTE, Rui – *Publicidade das participações nas sociedades comerciais*, Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida, 2011, p. 99.

¹³⁵ Exceto nos casos, como decorre da própria letra do artigo 101.º do antigo CdVM, em que os títulos já estivessem depositados junto do depositário indicado pelo adquirente, situação em que a transmissão se efetuava por registo na conta deste.

Neste sentido, até à entrada em vigor da Lei n.º 15/2017, não existia uma obrigação legal de registo das ações, já que, no caso das ações tituladas ao portador, existiam situações em que o título em papel fazia valer, efetivamente, as suas funções julgadas adormecidas com a escrituração dos valores mobiliários.

4.3.2. A Lei n.º 15/2017, de 3 de maio, e o combate ao branqueamento de capitais e ao financiamento do terrorismo

A relevância atribuída ao combate ao branqueamento de capitais e ao financiamento do terrorismo tem assumido um papel de destaque nos últimos anos.

Efetivamente, é possível considerar como primeiro grande marco neste sentido a publicação, em 1990, das primeiras Recomendações do GAFI¹³⁶ no sentido de se criarem padrões e implementarem políticas relevantes para o combate ao branqueamento de capitais e demais ameaças que pudessem pôr em causa a integridade e estabilidade do sistema financeiro, a nível mundial.

Estas Recomendações foram reconhecidas pela União Europeia, a qual iniciou um processo de absorção dos padrões internacionais de combate ao branqueamento de capitais no seio da União, que culminou na publicação da Diretiva 91/308/CEE, de 10 de junho de 1991, considerada como a 1.ª Diretiva relativa à prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais.

À data, a última revisão das Recomendações do GAFI deu-se em 2012 com o objetivo de reforçar as obrigações em situações de risco mais elevado e de permitir aos países reduzir a intensidade dessas obrigações em situações de risco manifestamente baixo, ano em que estava já em vigor a 3.ª Diretiva da União Europeia destinada a fazer face à ameaça do branqueamento de capitais (Diretiva 2005/60/CE).

É com este pano de fundo que é publicada, em 2015, a Diretiva (UE) 2015/849 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de maio¹³⁷, considerada a 4.ª Diretiva relativa à prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento

¹³⁶ O GAFI, originalmente denominado de *Financial Action Task Force*, é um organismo intergovernamental independente criado em 1989, na reunião da Cimeira dos Países do Grupo dos 7 (G-7), inicialmente com o objetivo de fazer face ao problema do tráfico de estupefacientes, nomeadamente no que respeita às atividades criminosas a ele associadas e aos elevados lucros resultantes do mesmo. Atualmente, o GAFI tem como objetivo desenvolver e promover políticas, nacionais e internacionais, de combate ao branqueamento de capitais e ao financiamento do terrorismo.

¹³⁷ A Diretiva (UE) 2015/849 foi publicada no JOUE L 141, de 5 de junho de 2015, pp. 73-117 e está disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015L0849&from=EN>.

de capitais ou de financiamento do terrorismo, que está na origem de um pacote legislativo destinado à sua transposição onde se inclui a Lei n.º 15/2017, de 3 de maio.

Com efeito, diz-nos o artigo 10.º, n.º 2, da 4.ª Diretiva que os Estados-Membros devem tomar as medidas necessárias para prevenir a utilização abusiva de ações ao portador ou warrants sobre ações ao portador. No mesmo sentido, o Anexo III à 4.ª Diretiva apresenta uma lista não exaustiva de fatores indicativos de situações com um risco potencialmente mais elevado, onde se incluem sociedades com acionistas fiduciários ou ações ao portador.

Não obstante, o tema das ações ao portador não é novidade introduzida pela 4.ª Diretiva, sendo que já as Recomendações revistas do GAFI prescreviam que *os países deveriam adotar medidas para impedir a utilização abusiva das pessoas coletivas para fins de branqueamento de capitais ou de financiamento do terrorismo [...] em particular, os países onde as pessoas coletivas possam emitir ações ao portador ou warrants sobre ações ao portador [...] deveriam adotar medidas adequadas para assegurar que essas pessoas coletivas não serão indevidamente utilizadas*¹³⁸. De entre as medidas adequadas para prevenir a utilização abusiva de ações ao portador, as Recomendações exemplificam com as seguintes: *proibi-las; convertê-las em ações registadas (por exemplo, através de desmaterialização); imobilizá-las, exigindo que estas sejam detidas por uma instituição financeira ou por um intermediário profissional sujeitos a regulamentação; ou impondo aos acionistas com uma participação de controlo que o comuniquem à sociedade, e à sociedade que registe a sua identidade*¹³⁹. A par disto, e tal como sucede na 4.ª Diretiva, considera-se, nas Recomendações revistas do GAFI, como um fator de risco potencialmente mais elevado a existência de *sociedades com acionistas por conta de outra pessoa ou ações ao portador*¹⁴⁰.

¹³⁸ Recomendação 24, p. 22. As recomendações do GAFI estão disponíveis em <http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/pdfs/FATF-40-Rec-2012-Portuguese-Port.pdf>.

¹³⁹ Nota interpretativa da Recomendação 24, pp. 89 e 90. As recomendações do GAFI estão disponíveis em <http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/pdfs/FATF-40-Rec-2012-Portuguese-Port.pdf>.

¹⁴⁰ Nota interpretativa da Recomendação 10, p. 66. As recomendações do GAFI estão disponíveis em <http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/pdfs/FATF-40-Rec-2012-Portuguese-Port.pdf>.

É com o intuito de transpor para o ordenamento jurídico interno as diretrizes europeias e internacionais relacionadas com a existência de ações ao portador que é publicada, a 3 de maio de 2017, a Lei n.º 15/2017.

Com efeito, esta Lei, atendendo ao facto de que as ações ao portador não permitiam o conhecimento a todo o tempo da identidade do respetivo titular, sendo esta opacidade, em teoria, um meio propício para levar a cabo atividades ilícitas relacionadas com branqueamento de capitais e financiamento ao terrorismo, optou por escolher a medida de prevenção, dir-se-á, mais radical apresentada pelo GAFI nas suas Recomendações, tornando proibida a emissão de todo e qualquer valor mobiliário ao portador.

De facto, estabelece o n.º 1 do artigo 2.º da Lei n.º 15/2017 que, independentemente da forma de representação dos valores mobiliários ao portador, a sua emissão é proibida a partir da data de entrada em vigor da Lei – 4 de maio de 2017¹⁴¹. Para as ações ao portador existentes à data, a Lei estabelece um período de seis meses (a contar a partir da sua entrada em vigor) para a sua conversão em ações nominativas, ficando, a partir desse momento, proibida a transmissão de ações ao portador e suspenso o direito a participar em distribuição de resultados associados às mesmas¹⁴².

Este processo de conversão das ações ao portador em circulação é concretizado por regulamentação do Governo, a qual deveria ter sido publicada no prazo de 120 dias a contar da entrada em vigor da Lei n.º 15/2017¹⁴³, mas que apenas entrou em vigor a 26 de setembro de 2017, com o Decreto-Lei n.º 123/2017, de 25 de setembro, diminuindo o período de conversão de seis meses para 39 dias.

Ora, de acordo com o BdP e com a CMVM, cujos pareceres foram pedidos pela Comissão de Orçamento, Finanças e Modernização Administrativa da Assembleia da República no processo de publicação da nova Lei, este processo de conversão deveria assegurar *condições para uma transição sem sobressaltos, de acordo com*

¹⁴¹ Cf. Artigo 7.º da Lei n.º 15/2017.

¹⁴² Cf. Artigo 2.º, n.º 2, da Lei n.º 15/2017.

¹⁴³ Cf. Artigo 3.º da Lei n.º 15/2017.

*critérios de eficácia e proporcionalidade*¹⁴⁴, sendo que, *de modo a permitir aos titulares de valores mobiliários ao portador e aos emitentes se adaptarem às alterações legislativas propostas*, a CMVM entende que deveria ter sido estabelecido um período transitório de pelo menos um ano¹⁴⁵.

Neste aspeto em concreto, a nova Lei parece não ter acomodado as indicações das autoridades setoriais nestas matérias, estabelecendo um período transitório muito mais reduzido, que, graças ao incumprimento pelo Estado do prazo que lhe foi cometido para a publicação da regulamentação necessária para este efeito, se tornou praticamente inexistente, impedindo que esta transição se desse sem sobressaltos.

Quer isto dizer que, ao estabelecer um período transitório no decorrer do qual as ações ao portador deveriam ser expelidas do ordenamento jurídico português, a nova Lei reconheceu que, até ao seu término, as ações ao portador em circulação existiam e, bem assim, os direitos sociais que lhes eram inerentes.

56

No entanto, o artigo 6.º desta Lei veio frustrar um pressuposto inerente ao estabelecimento de um qualquer período transitório. Efetivamente, prescreve este artigo que os artigos 101.º e o n.º 1 do artigo 104.º do CdVM são revogados com a entrada em vigor da Lei (note-se, momento a partir do qual se inicia o período de conversão de seis meses).

O artigo 101.º do CdVM, como visto anteriormente, estabelecia o modo de transmissão de ações tituladas ao portador, e, por seu turno, o n.º 1 do artigo 104.º estabelecia o requisito de legitimação (posse do título ou de certificado passado pelo depositário) para que o titular de ações tituladas ao portador pudesse exercer os direitos sociais inerentes aos títulos por si detidos. Ora, com a revogação destes

¹⁴⁴ Parecer do Banco de Portugal, p. 31. O parecer do Banco de Portugal está disponível em <http://app.parlamento.pt/webutils/docs/doc.pdf?path=6148523063446f764c324679626d56304c334e706447567a4c31684a53556c4d5a5763765130394e4c7a564454305a4e5153394562324e31625756756447397a5357357059326c6864476c3259554e7662576c7a633246764c325a6b5a6d59784f5752694c57457a4f546b744e4749314f533169597a41304c5467305a6d557a4e7a646a596a51324d4335775a47593d&fich=fdff19db-a399-4b59-bc04-84fe377cb460.pdf&Inline=true>

¹⁴⁵ Parecer da CMVM, p. 5. O parecer da CMVM está disponível em <http://app.parlamento.pt/webutils/docs/doc.PDF?path=6148523063446f764c324679626d56304c334e706447567a4c31684a53556c4d5a5763765130394e4c7a564454305a4e5153394562324e31625756756447397a5357357059326c6864476c3259554e7662576c7a633246764c7a4e68596a526d4e5759774c54417a4e4467744e4751784d7931685a5459324c5459344d6d5a6c4e6d5a6a595755344d7935515245593d&fich=3ab4f5f0-0348-4d13-ae66-682fe6fcae83.PDF&Inline=true>

artigos, as ações ao portador continuaram a existir durante o período de conversão, mas a sua transmissão e o exercício dos direitos sociais dos respetivos titulares ficaram sem previsão legal e carentes de regulamentação.

Esta distração do legislador foi reparada com a publicação do Decreto-Lei n.º 123/2017, que reprimou estes artigos no seu artigo 9.º até ao término do período de conversão (passando, portanto, estes a vigorar por mais 39 dias), mas não ficou livre de consequências práticas. De facto, durante o período de tempo compreendido entre a entrada em vigor da nova Lei e a entrada em vigor do Decreto-Lei criou-se, como defende BOTELHO¹⁴⁶, dois grupos distintos de acionistas: os acionistas titulares de ações nominativas que, por esse facto, podiam exercer os seus direitos plenamente, já que em relação a estes a nova Lei não introduziu alterações; e os acionistas titulares de ações ao portador, que ficaram impedidos, por inexistência de regime legalmente estabelecido, de transmitir as ações por si detidas e de exercer os direitos sociais inerentes às mesmas.

¹⁴⁶ BOTELHO, Maria de Deus – *O fim das ações ao portador – O período de conversão do nosso descontentamento*, Direito das Sociedades em Revista, Ano 9, Vol. 18, 2017, p. 190.

4.3.3. O processo de conversão de ações ao portador em ações nominativas

O Decreto-Lei n.º 123/2017, de 25 de setembro, veio concretizar o regime transitório de conversão de valores mobiliários ao portador em valores mobiliários nominativos, tal como previsto na Lei n.º 15/2017¹⁴⁷.

Estabelece este diploma que a conversão das ações ao portador em ações nominativas deve ser efetuada mediante deliberação de alteração ao contrato de sociedade (e demais documentos relativos às condições de emissão de valores mobiliários)¹⁴⁸, o qual deve passar a dispor que as participações sociais em sociedades anónimas revestem necessariamente a forma nominativa¹⁴⁹, podendo continuar a assumir as duas modalidades por nós já conhecidas: ações nominativas escriturais ou ações nominativas tituladas.

As deliberações de alteração ao contrato de sociedade são, de acordo com o regime previsto no CSC, adotadas pela assembleia geral de sociedades anónimas (órgão social ao qual é atribuída competência para tal), contudo, este Decreto-Lei prevê a possibilidade de as mesmas serem levadas a cabo pelo conselho de administração (órgão responsável pela administração da sociedade), sem que necessitem de ser aprovadas em assembleia geral¹⁵⁰, tendo em vista a simplificação dos procedimentos que compõem este processo de conversão.

Iniciado o processo com a alteração ao contrato de sociedade¹⁵¹, o procedimento seguinte consiste na publicação, pela entidade emitente durante o

¹⁴⁷ Cf. Artigo 1.º do Decreto-Lei n.º 123/2017.

¹⁴⁸ Cf. Artigo 2.º, n.º 2, do Decreto-Lei n.º 123/2017.

¹⁴⁹ Como passa desde logo a prescrever o artigo 272.º, alínea d), e o artigo 299.º, ambos do CSC.

¹⁵⁰ Efetivamente, esta permissão deverá apenas entender-se como uma possibilidade, já que nada no Decreto-Lei n.º 123/2017 leva a crer que fica excluída a hipótese da deliberação continuar a ser aprovada em sede de assembleia-geral.

¹⁵¹ O que pode, desde logo, produzir efeitos confusos, já que, não estando a alteração ao contrato de sociedade dependente da prévia conclusão do processo de conversão, poderá suceder que os estatutos da entidade emitente passem a mencionar que todas as ações são nominativas, quando, na prática, permanecem em circulação ações ao portador. *Vide* PLMJ – *A conversão de valores mobiliários ao portador*, Nota informativa, setembro de 2017, p. 2, disponível em https://www.plmj.com/xms/files/newsletters/2017/setembro/A_conversao_de_valores_mobiliarios_ao_portador.pdf

período transitório, de um anúncio¹⁵² a informar os titulares de ações ao portador do processo de conversão em curso. A par das informações que devem constar obrigatoriamente deste anúncio, o mesmo deve ainda referir, sempre que as ações ao portador não estejam integradas em sistema centralizado, que estas devem ser apresentadas até 31 de outubro de 2017 à entidade emitente (ou a intermediário financeiro por esta indicado) pelos seus titulares, representantes, entidades depositárias ou possuidores, tendo em vista a sua atualização ou substituição. Este anúncio é obrigatório independentemente do facto da entidade emitente ter apenas um acionista ou, tendo vários, conhecê-los a todos¹⁵³, devendo a respetiva publicidade ser feita na página eletrónica da entidade emitente e no Portal do Ministério da Justiça¹⁵⁴.

Publicado este anúncio, a conversão das ações ao portador efetua-se por uma de duas vias, consoante o tipo de ação em causa: (i) caso estejam em causa ações ao portador escriturais ou ações ao portador integradas em sistema centralizado, o ato de conversão opera através de anotação na conta de registo individualizado das ações em causa, pela entidade registadora; (ii) caso estejam em causa ações ao portador tituladas ou ações ao portador não integradas em sistema centralizado, o ato de conversão opera por substituição dos títulos (devendo a entidade emitente promover a sua destruição ou inutilização) ou por alteração das menções deles constantes pela entidade emitente, nomeadamente no que respeita à respetiva titularidade.

¹⁵² Este anúncio deveria explicitar, nomeadamente: (i) a identificação dos valores mobiliários em causa; (ii) a fonte normativa em que assenta a decisão; (iii) a data da deliberação das alterações ao contrato de sociedade e demais documentos relativos à conversão dos valores mobiliários ao portador em nominativos e indicação do órgão deliberativo; (iv) a data prevista para a apresentação do pedido de inscrição das alterações ao contrato de sociedade (e aos demais atos sujeitos a registo) no registo comercial; (v) as consequências da não conversão dos valores mobiliários durante o período transitório. Cf. Artigo 3.º, n.º 2, do Decreto-Lei n.º 123/2017.

¹⁵³ Como explica BOTELHO, este anúncio não poderia ser dispensado ou substituído por outra forma de comunicação aos acionistas já que, tomando como referência outras publicações emitidas por uma sociedade anónima, como sendo a convocatória para as assembleias gerais, também estas são obrigatórias mesmo nos casos em que a sociedade apenas possui um acionista ou quando, possuindo vários, todos são conhecidos. *Vide* BOTELHO, Maria de Deus – *O fim das ações ao portador – O período de conversão do nosso descontentamento*, Direito das Sociedades em Revista, Ano 9, Vol. 18, 2017, p. 193, nota de rodapé 39.

¹⁵⁴ Sempre que os valores mobiliários ao portador em causa sejam admitidos à negociação em mercado regulamentado, esta publicidade deve ainda ser feita no Sistema de Difusão de Informação da CMVM.

Como passo final deste processo de conversão, exige-se a atualização dos registos das ações ao portador convertidas, devendo as sociedades emitentes requerer o registo comercial, designadamente, das alterações ao contrato de sociedade e demais documentos sujeitos a registo comercial necessários ao processo de conversão^{155 156}.

É pois possível concluir que este processo de conversão de ações ao portador em ações nominativas é desencadeado por iniciativa da entidade emitente, a suas expensas. Ora, sempre que, por inércia da entidade emitente, o processo de conversão não seja desencadeado, as ações ao portador integradas em sistemas centralizado são convertidas (numa dita *conversão compulsiva*¹⁵⁷) pela entidade gestora do sistema centralizado no último dia do período transitório, devendo essa conversão ser objeto de anúncio¹⁵⁸. Nas situações em que o processo de conversão não seja desencadeado relativamente a ações ao portador tituladas não integradas em sistema centralizado, estas passam apenas a conferir legitimidade para a solicitação do registo a favor dos respetivos titulares, suspendendo-se os demais direitos que lhes estão inerentes, devendo ser apresentadas junto da entidade emitente para substituição ou alteração das respetivas menções, de modo a que opere a conversão.

60

Neste último caso, atendendo ao facto de que o processo de conversão não pode ser levado a cabo por outra entidade que não a entidade emitente, os titulares de ações ao portador tituladas têm (atendendo a que o período de transitório já terminou, mas a probabilidade de existirem ações ainda por converter é, em nossa opinião, elevada) o direito de, a qualquer momento, apresentar os respetivos títulos à entidade emitente e solicitar que esta pratique todos os atos necessários à conversão das suas ações ao portador em ações nominativas e que emita as devidas instruções à

¹⁵⁵ Conforme determina o artigo 8.º do Decreto-Lei n.º 123/2017, estes atos de registo comercial estão isentos de emolumentos.

¹⁵⁶ Enquanto o processo de conversão não for desencadeado, o registo comercial deverá igualmente mencioná-lo. Caso o registo comercial não seja atualizado neste sentido, e atendendo a que estamos perante uma omissão de menção obrigatória em ato externo, a sociedade emitente fica sujeita a coima, nos termos gerais.

¹⁵⁷ Vide PLMJ – *A conversão de valores mobiliários ao portador*, Nota informativa, setembro de 2017, p. 2, disponível em

https://www.plmj.com/xms/files/newsletters/2017/setembro/A_conversao_de_valores_mobiliarios_ao_portador.pdf.

¹⁵⁸ O mesmo sucedendo para as ações ao portador registadas num único intermediário financeiro, cabendo neste caso a conversão a esse intermediário financeiro, o qual deverá comunicar esse facto à entidade emitente.

entidade junto da qual estejam depositados os rendimentos cujo pagamento se encontra suspenso (em resultado do término do período de transição, já que a nova Lei estabelece que com este fica suspenso o exercício de todos os direitos inerentes às ações ao portador)¹⁵⁹ para entregar os montantes que lhe são devidos¹⁶⁰.

É pois nestes termos que se concretiza o processo de conversão de ações ao portador em ações nominativas. E, como já visto, embora a repristinação dos artigos 101.º, n.º1, e 104.º do CdVM tenha evitado, em certa medida, graves problemas que poderiam advir da sua revogação, entendemos que existem, ainda assim, questões que ficaram por responder no regime de conversão de ações ao portador.

Estas questões começam desde logo com a não repristinação da alínea a), do n.º 1 do artigo 63.º do CdVM, a qual estabelecia que os valores mobiliários escriturais ao portador não integrados em sistema centralizado eram obrigatoriamente registados num único intermediário financeiro. Com efeito, não repristinar esta alínea durante o período de conversão, à semelhança do que sucedeu com os artigos 101.º, n.º 1, e 104.º do CdVM, significa que, durante este período, poderá não parecer possível determinar, com exatidão, como se concretiza o registo individualizado de uma ação escritural ao portador não integrada em sistema centralizado. Isto porque, embora esta alínea tenha sido revogada, mantém-se em vigor o artigo 61.º do CdVM, o qual, como já vimos, estabelece que o registo de ações escriturais pode ser concretizado por uma de três vias: conta aberta junto de intermediário financeiro, integrada em sistema centralizado, conta aberta junto de um único intermediário financeiro ou conta aberta junto da entidade emitente ou de intermediário financeiro que a representa. Ora, quer isto dizer que, durante o período de conversão, as ações escriturais ao portador não integradas em sistema centralizado podem, em teoria, registar-se por via da abertura de conta nos termos de qualquer uma das alíneas do

¹⁵⁹ Estabelece o artigo 7.º, n.º 2, do Decreto-Lei n.º 123/2017 que o montante correspondente aos dividendos, juros ou quaisquer outros rendimentos cujo pagamento se encontre suspenso é depositado junto de uma única entidade legalmente habilitada para o efeito, em conta aberta em nome do emitente, o qual será entregue, com base em instruções do emitente, aos titulares dos valores mobiliários aquando da respetiva conversão.

¹⁶⁰ Vide CMVM, *Respostas às perguntas mais frequentes sobre conversão de valores mobiliários ao portador*, p. 5, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/Faq/Documents/FAQs%20Valores%20Mobili%C3%A1rios%20ao%20Portador.pdf>

artigo 61.º do CdVM, não existindo qualquer tipo de obrigatoriedade, como se verificava antes da entrada em vigor da Lei n.º 15/2017. Contudo, na prática, tal não se verifica, já que estas ações não poderão registar-se por via da alínea a) do artigo 61.º, atendendo a que não estão integradas em sistema centralizado e, no mesmo sentido, não poderão registar-se por via da alínea c) do mesmo artigo, já que a abertura de conta junto da entidade emitente seria desvirtuar por completo a natureza e propósito de uma ação ao portador. Assim, embora a obrigatoriedade de registo num único intermediário financeiro tenha sido expelida deste diploma, entendemos que esta se mantém, forçosamente, por via do artigo 61.º do CdVM, já que a alínea b) parece ser a única via aplicável nestas circunstâncias. Apesar deste raciocínio nos parecer evidente¹⁶¹, cremos que a evidência não chega para justificar a ausência de regulação e para salvaguardar os interesses dos acionistas durante o período transitório.

Por outro lado, os problemas continuam quando pensamos nas consequências estabelecidas pela Lei n.º 15/2017 e pelo Decreto-Lei n.º 123/2017 para a não conclusão do processo de conversão até ao final do período transitório. De facto, diz-nos o artigo 2.º, n.º 2, da nova Lei que, a partir de 4 de novembro de 2017 (data estabelecida para o final do período transitório de conversão), fica proibida a transmissão de valores mobiliários ao portador e suspenso o direito dos acionistas a participar em distribuição de resultados associado a valores mobiliários ao portador. Contudo, o artigo 7.º, n.º 1, do Decreto-Lei n.º 123/2017 vai mais longe, afirmando que, após o término do período transitório, os valores mobiliários ao portador apenas conferem legitimidade para a solicitação do registo a favor dos respetivos titulares. Quer isto dizer que as consequências para o titular de ações ao portador não convertidas não se cingem às duas consequências enunciadas na nova Lei, já que, uma vez terminado o período transitório, estabelece o Decreto-Lei n.º 123/2017 que as ações ao portador passam a poder ser utilizadas exclusivamente tendo em vista a sua

¹⁶¹ BOTELHO, a este respeito, considera que, mantendo-se em vigor o artigo 61.º do CdVM, o registo dos valores mobiliários escriturais ao portador não integrados em sistema centralizado pode ser concretizado por uma das vias previstas nas alíneas b) e c) do artigo 61.º. Não partilhamos desta posição pelos motivos já elencados *supra*. Vide BOTELHO, Maria de Deus – *O fim das ações ao portador – O período de conversão do nosso descontentamento*, Direito das Sociedades em Revista, Ano 9, Vol. 18, 2017, p. 188, nota de rodapé 23.

conversão em ações nominativas, ficando vazias de qualquer tipo de direito, como sendo o direito de voto (o que, aliás, é coerente com a revogação, a partir do término do período transitório, do artigo 104.º, n.º 1, do CdVM, o qual estabelecia o requisito de legitimação para que o titular de ações tituladas ao portador pudesse exercer os direitos sociais inerentes aos títulos por si detidos).

Embora se compreenda a necessidade de estabelecer consequências severas para a não conversão de ações ao portador dentro do prazo estabelecido para o efeito, atendendo a que de outra forma os agentes envolvidos no processo de conversão não têm qualquer incentivo para eliminar as ações ao portador e estas parem no ordenamento jurídico *ad aeternum*, a verdade é que não se compreende o modo como são enunciadas estas consequências pelo legislador e tão pouco o alcance dos agentes sujeitos às mesmas. Efetivamente, o caminho traçado na delimitação das consequências previstas para a não conversão das ações ao portador não é tão intuitivo como poderia parecer, já que obriga o intérprete a descortinar o motivo associado à revogação do artigo 104.º, n.º 1, do CdVM e a conjugar dois diplomas distintos para compreender que, no fundo, a grande consequência da não conversão se traduz na criação de um título totalmente desprovido de direitos e insuscetível de utilização (que não a sua utilização para a conversão em título nominativo), quando, duma primeira leitura a este regime, se depreende que as únicas consequências associadas à não conversão dos valores mobiliários dentro do período estabelecido são as previstas no artigo 2.º, n.º 2, da nova Lei. Por outro lado, no que respeita ao alcance dos agentes sujeitos a estas consequências, entendemos que os problemas associados ao processo de conversão terminam do mesmo modo como este se inicia: com as entidades emitentes.

Efetivamente, como vimos, é a entidade emitente quem tem competência para desencadear o processo de conversão, não dependendo o mesmo de prévia solicitação por parte dos titulares de ações ao portador. Quer isto dizer que o sucesso do processo de conversão depende, desde logo, da vontade da entidade emitente em que este se desenrole. No entanto, um olhar à análise já feita relativamente à Lei n.º 15/2017 e, bem assim, ao Decreto-Lei n.º 123/2017, consegue facilmente captar que estes regimes apenas estipulam penalizações para a não conversão das ações ao portador

dentro do período transitório para o titular de ações ao portador e já não para a entidade que as emite. Efetivamente, se estes regimes, com as penalizações que impõem, conseguem criar pequenos impulsos no sentido da cooperação com o processo de conversão pelo acionista que não se quer ver portador de um título desprovido de direitos, já não os criam para a entidade emitente, a qual está efetivamente encarregue de desencadear o processo de conversão. Mais, em determinadas situações, parecem, inclusivamente, dar um tímido incentivo à sua inércia, sendo exemplo disso mesmo o número 3 do artigo 7.º do Decreto-Lei n.º 123/2017: estabelece este artigo que, enquanto as ações ao portador não forem convertidas em ações nominativas, os juros relativos a rendimentos cujo pagamento se encontre suspenso por força do término do processo de conversão, reverterem a favor da entidade emitente. Não poderá, em última instância, e partindo do pressuposto de que não existe fiscalização neste sentido nem são acionados determinados mecanismos legais, ser este um incentivo a que a entidade emitente atrase o processo de conversão? Embora se compreenda que a *ratio* desde preceito passe não pelo incentivo à inércia da entidade emitente, mas sim à proatividade dos titulares de ações ao portador, cremos que mais esta consequência para o acionista (a acrescer a todas as outras previstas para a não conversão das ações no período transitório) não é razoável, tendo em consideração que nenhuma consequência está prevista para o motor deste processo de conversão – a entidade emitente.

Assim, a questão que se coloca a este respeito é se, perante uma situação em que a não conversão de ações ao portador é resultado da inércia da entidade emitente (por não ter iniciado o processo de conversão ou por não o ter concluído no tempo devido), o acionista diligente que cumpriu todos os procedimentos que lhe eram exigíveis no processo de conversão deverá ficar sujeito às consequências estabelecidas na nova Lei e no Decreto-Lei n.º 123/2017. Partilhamos da opinião de BOTELHO¹⁶², e entendemos que não, já que as consequências da não conversão de ações ao portador em nominativas estão estabelecidas para funcionarem como elemento dissuasor da inércia do acionista e já não da inércia da entidade emitente,

¹⁶² Vide BOTELHO, Maria de Deus – *O fim das ações ao portador – O período de conversão do nosso descontentamento*, Direito das Sociedades em Revista, Ano 9, Vol. 18, 2017, pp. 196 e 197.

pelo que não seria razoável privar um acionista diligente e pontual no cumprimento dos deveres que sobre si impendem dos direitos inerentes à titularidade das suas ações, por um facto que não lhe é imputável. Neste sentido, entende esta autora que perante uma situação de incumprimento por inércia da entidade emitente, os membros do órgão de administração da entidade estão sujeitos a responsabilidade por violação dos seus deveres de cuidado, devendo aplicar-se igualmente as regras de direito civil relativas ao atraso no cumprimento das obrigações.

Apesar das questões e problemas identificados *supra*, é este o regime estabelecido para a conversão de ações ao portador em ações nominativas no ordenamento jurídico português. Cremos que os dois diplomas em análise são resultado de uma ânsia desmedida do legislador em eliminar os valores mobiliários ao portador do ordenamento jurídico nacional, o qual, não se apercebendo, substituiu a ponderação essencial na feitura de qualquer lei por precipitação e erro. À data, não são conclusivos os efeitos que este processo de conversão surtiu, não estando determinada a percentagem de sociedades anónimas que efetuaram, até ao término do período transitório, a conversão das suas ações ao portador em ações nominativas. Continuando a existir ações ao portador em circulação depois de findo o período transitório de conversão, a questão que se coloca é a de saber como serão tratadas essas ações e quem será responsável por investigar a titularidade das mesmas.

4.4. Publicidade da titularidade indireta de participações sociais em sociedades anónimas

4.4.1. A titularidade indireta de valores mobiliários no ordenamento jurídico português

Como visto, é possível reconduzir o registo de valores mobiliários em Portugal a um modelo de titularidade direta, atendendo a que o quadro legal vigente está desenhado no sentido de atribuir a titularidade de valores mobiliários à pessoa cujo nome consta da conta de registo individualizado.

No entanto, tal não significa que, fora do sistema desenhado pelo CdVM¹⁶³, não se desenvolvam práticas de titularidade indireta, em que o registo de valores mobiliários não reflete necessariamente a realidade económica que lhe está subjacente. Efetivamente, não são raras as situações em que o titular da conta de registo individualizado (por norma, um intermediário financeiro), embora atuando em nome próprio, fá-lo por conta e em benefício de clientes (os investidores)¹⁶⁴, estando pois a titularidade de valores mobiliários dissociada integralmente do resultado económico que lhe está subjacente.

Com efeito, a negociação internacional de valores mobiliários, desencadeada por agentes habituados a lidar com sistemas de detenção indireta de referência¹⁶⁵, deu origem, na dinâmica própria do mercado mobiliário português, a este fenómeno social que se justifica, precisamente, pela flexibilidade operacional e comercial e eficiência económica que confere às relações de investimento, livres de constrangimentos regulatórios, imposições legais e grandes burocracias. A este respeito, destaca-se a influência dos usos no Direito Comercial, os quais permitem que estas práticas de

¹⁶³ Como veremos adiante, embora o CdVM não regule expressamente estas práticas de detenção indireta, existentes determinadas disposições que, ainda assim, parecem admitir a sua existência.

¹⁶⁴ Num fenómeno social a que FERREIRA chama de multi-intermediação. *Vide* FERREIRA, Amadeu José – *Valores mobiliários escriturais – um novo modo de representação e circulação de direitos*, 1997, p. 314.

¹⁶⁵ Não apenas o mercado norte-americano aqui estudado, mas também os mercados alemão e inglês, por exemplo.

titularidade indireta assentem em modelos jurídicos padronizados e em regras de conduta uniformes, o que pode ser desde logo importante para efeitos da interpretação e integração dos contratos de custódia indireta de valores mobiliários entre intermediários financeiros e clientes¹⁶⁶.

De facto, estas práticas de titularidade indireta, assentes na autonomia privada das partes envolvidas, agrupam características do contrato de registo ou depósito irregular de valores mobiliários e do contrato de mandato sem representação¹⁶⁷, traduzindo-se num programa contratual que, destinado a regular a atuação do intermediário financeiro na vigência do contrato (que ultrapassa em larga medida as funções de mera custódia), tem como consequência inevitável o afastamento entre a entidade emitente de valores mobiliários e o investidor final.

Embora, como veremos, as situações de titularidade indireta assumam maior expressão quando envolvem valores mobiliários escriturais integrados em sistema centralizado e, especialmente, ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, estas não se limitam a estes casos. Efetivamente, não ficam excluídos desta temática, igualmente, os valores mobiliários escriturais não integrados em sistema centralizado¹⁶⁸ e, bem assim, os valores mobiliários titulados¹⁶⁹, os quais também podem ser detidos ao abrigo de um programa contratual que pressuponha uma situação de titularidade indireta.

Em face do exposto, fazemos de seguida uma breve referência às *contas omnibus*, as quais assumem um papel de destaque nas práticas de titularidade indireta, e apresentamos ainda alguns exemplos de situações paradigmáticas de recurso a estes

¹⁶⁶ Vide FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, 2012, p. 438.

¹⁶⁷ FIGUEIREDO reconduz a relação contratual estabelecida entre o intermediário financeiro e o investidor a um negócio fiduciário gestório. Vide FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, 2012.

¹⁶⁸ FIGUEIREDO dá como exemplo os investimentos em empresas portuguesas feitos por fundos de capital de risco estrangeiros, os quais, não tendo presença em Portugal, mantêm os valores mobiliários por si adquiridos custodiados em contas abertas junto do seu intermediário financeiro autorizado a atuar em Portugal. Vide FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, 2012, p. 453, nota de rodapé 1604.

¹⁶⁹ No caso dos títulos, a possibilidade conferida pelo CdVM da emissão ser representada por um só macrotítulo (cf. artigo 99.º, n.º 2, alínea b), do CdVM), é, aliás, propiciadora de uma situação de titularidade indireta, já que permite o depósito do mesmo em conta aberta em nome de um intermediário financeiro, que, posteriormente, refletirá as posições individuais dos investidores na sua contabilidade interna.

modelos de titularidade intermediada de valores mobiliários. Por fim, damos nota da figura das participações qualificadas, cujo regime funciona como um limite à reserva de identidade do *ultimate beneficial owner* numa situação de titularidade indireta.

4.4.2. A utilização de contas de titularidade *omnibus*

Quando estamos perante uma situação de titularidade indireta de valores mobiliários, na base da cadeia de intermediação está uma conta de registo individualizado. Ora, a prática dita que, na maioria dos casos, esta conta assume a forma de uma conta *omnibus*¹⁷⁰, na qual são inscritos, pelo intermediário financeiro titular da conta, valores mobiliários (fungíveis por natureza) detidos por conta de uma pluralidade de investidores ou, inclusivamente, por conta de outros intermediários financeiros participantes na cadeia de intermediação.

Assim, do prisma da entidade emitente ou do intermediário financeiro junto do qual é efetuado o registo, temos uma conta aberta em nome, somente, do intermediário financeiro que efetua o registo, o qual é considerado como seu titular – apenas existe uma conta de titularidade, ainda que no boletim de abertura da mesma se possa fazer menção a que os valores mobiliários inscritos são detidos por conta de clientes, os quais nunca são identificados para este efeito¹⁷¹. Neste sentido, não deverão confundir-se estas contas com as contas coletivas¹⁷², já que os investidores e/ou intermediários financeiros participantes na cadeia de intermediação por conta dos quais são inscritos os valores mobiliários não são reconhecidos como contitulares da conta de registo individualizado.

Por outro lado, do prisma do intermediário financeiro titular da conta de registo individualizado, esta conta será desdobrada em tantos registos, ou contas-espelho, quanto o número de investidores e/ou intermediários financeiros por conta dos quais foram inscritos os valores mobiliários¹⁷³. Assim, cada interveniente na

¹⁷⁰ Também denominada de conta *jumbo* ou conta global.

¹⁷¹ FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, 2012, pp. 439-440, nota de rodapé 1563.

¹⁷² Contas de valores mobiliários abertas em nome de duas ou mais pessoas singulares, consideradas como suas contitulares (cf. artigos 57.º, 68.º, n.º1, alínea a), e 74.º, n.º 2, todos do CdVM).

¹⁷³ No caso de estarmos perante um segundo intermediário financeiro, também este terá os seus próprios registos, até se chegar ao *ultimate investor*.

cadeia de intermediação é titular de uma *posição jurídica derivada*¹⁷⁴, as quais *refletem*, sucessivamente, o conteúdo dos valores mobiliários inscritos¹⁷⁵.

Este cenário não é, no entanto, visível para a entidade emitente ou intermediário financeiro junto do qual foi efetuado o registo, já que estes registos constam apenas da contabilidade interna dos intermediários financeiros que participam na cadeia de intermediação, não sendo estas contas-espelho consideradas como contas de titularidade para efeitos do quadro legal vigente^{176 177}. Efetivamente, tal como explica FERREIRA DE ALMEIDA¹⁷⁸, eventuais registos relativos aos vários participantes na cadeia de intermediação não podem valer como registos de titularidade no ordenamento jurídico português por falta de suporte legal, já que artigos como os artigos 61.º, 74.º, n.º 1, e 80.º, todos do CdVM, demonstram que o registo de valores mobiliários em Portugal está desenhado no sentido de apenas considerar como conta de titularidade a conta aberta junto da entidade emitente ou de intermediário financeiro.

Podem apontar-se algumas vantagens associadas à utilização de contas *omnibus* que justificam a sua preferência em detrimento de tantas contas de registo individualizado quanto o número de investidores finais. Efetivamente, e desde logo, a eliminação de custos acrescidos associados à abertura, manutenção e transferência de múltiplas contas: existindo apenas uma conta *omnibus* que engloba todos os investidores (e/ou intermediários financeiros), os custos associados são pagos apenas uma vez. Por outro lado, estas contas permitem a preservação do sigilo profissional, já que, sendo o intermediário financeiro quem assume a titularidade de determinados

¹⁷⁴ Vide FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, 2012, p. 440.

¹⁷⁵ “I call these kind of rights and of securities *reflex rights and reflex securities*, insofar they “reflect” the contents of other rights or securities [...]. As the rights or securities are linked in a chain, the highest-tier rights or securities (the basic rights or securities) are just reflected rights or securities and the lowest-tier ones just *reflex rights or securities*”. Vide GALVÃO TELES, Miguel – *Unidroit preliminary Draft Convention on substantive rules regarding securities held with an intermediary – some comments*, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, 2006, p. 515.

¹⁷⁶ Vide FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, 2012, p. 440.

¹⁷⁷ “Any records kept by an “upper-tier intermediary” - including any sub-accounts - will not be considered to be In The System and will have no in rem effects, which means that the investors so recorded will not have, from a Portuguese law perspective, any ownership rights over the securities.” Vide COMISSÃO EUROPEIA – *Comparative survey: Legal Certainty Group*, 26 July 2006, p. 105, disponível em https://ec.europa.eu/info/system/files/comparative-survey-26072006_en.pdf

¹⁷⁸ Vide FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos – *Registo de valores mobiliários*, *Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques dos Santos*, Vol. I, 2005, p. 899.

valores mobiliários, este não precisa de identificar os *ultimate investors* à entidade responsável pela sua custódia, conseguindo deste modo preservar informação comercial sensível.

Do ponto de vista da entidade emitente, a vantagem é óbvia: a existência de contas globais permite que as entidades emitentes não tenham que se relacionar diretamente com um grande número de investidores, já que, formalmente, o titular da conta de registo individualizado será apenas o intermediário financeiro em nome do qual foi aberta a conta *omnibus*, o que alivia a entidade emitente em termos operacionais.

No entanto, é também possível apontar críticas ao recurso a este tipo de contas. Efetivamente, a primeira e mais intuitiva desvantagem que podemos identificar é a distância existente entre a entidade emitente e o *ultimate investor*. De facto, embora a entidade emitente possa saber que o intermediário financeiro titular da conta de registo individualizado não é, em termos materiais, o investidor, não conhece quem estes são. Ora, esta distância não apenas dificulta a comunicação entre as partes, como pode também fazer com que o *ultimate investor* tenha pouco tempo para tomar certas decisões relacionadas com os valores mobiliários por si detidos, já que a informação tem que passar, na maioria dos casos, por vários níveis de intermediação até chegar ao *ultimate investor*.

Mas, mais difícil de ultrapassar do que a primeira, é dificuldade associada ao exercício dos direitos de voto inerentes às ações englobadas na conta *omnibus*. Efetivamente, de acordo com o n.º 1 do artigo 385º do CSC, sempre que um acionista disponha de mais do que um voto, não pode fracioná-los com o objetivo de votar em sentidos diversos sobre a mesma proposta ou para deixar de votar com todas as suas ações providas de direito de voto (regra da unidade de voto). Ora, nestas situações, se o intermediário financeiro detiver várias ações por conta de diversos clientes, apenas poderá exercer os direitos de voto inerentes na medida em que o sentido de voto seja coincidente entre todos os investidores, já que, existindo uma divergência, não poderá utilizar os seus votos em sentidos contrários.

Ainda assim, as vantagens parecem sobrepor-se às desvantagens, em grande medida pelos ganhos de eficiência que as primeiras acarretam, sendo as contas *omnibus* um fenómeno no tráfego mobiliário a nível internacional.

4.4.3. As cadeias de investimento estrangeiro

O exemplo paradigmático de práticas de titularidade indireta no mercado mobiliário português é o das cadeias de investimento internacional em valores mobiliários integrados em sistema centralizado português.

Nestes casos, recorrendo, por regra, à figura das contas *omnibus*, é aberta uma conta de registo individualizado junto de um intermediário financeiro participante em sistema centralizado em nome de uma entidade estrangeira autorizada a atuar em Portugal, a qual detém os valores mobiliários por conta dos seus reais investidores. Como já vimos, esta cadeia pode ter tantos níveis quantos forem do interesse do *ultimate investor*, sendo que a conta de registo individualizado pode ser detida não por uma entidade estrangeira, mas sim por um intermediário financeiro português, o qual, neste caso, deteria a conta em seu nome mas por conta da entidade estrangeira, e por aí adiante.

73

A este respeito, e na esteira de FIGUEIREDO¹⁷⁹, damos nota das situações em que integram esta cadeia de investimento bancos ou ICSD que prestam, a nível transfronteiriço, serviços de guarda, gestão e liquidação de transações sobre valores mobiliários¹⁸⁰.

De facto, na génese dos serviços prestados por estas instituições está o objetivo de facilitar o investimento transfronteiriço e de romper com a barreira criada pelas exigências de registo e presença física na transação de valores mobiliários, o qual é alcançado ao permitir que os investidores estrangeiros tenham um elo de ligação com os vários mercados nacionais, a um nível global, simplificando o processo de aquisição de valores mobiliários e diminuindo os custos inerentes ao mesmo. Ora, como visto, este é precisamente um dos principais fundamentos para o recurso a práticas de titularidade indireta, pelo que não espanta que a maioria das relações criadas por estes *global custodians* sejam estabelecidas com base neste modelo¹⁸¹. Nestes casos, à

¹⁷⁹ Vide FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, 2012, pp. 441 e ss.

¹⁸⁰ Vide FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, 2012, p. 441.

¹⁸¹ “*At present, the overwhelming majority of certificated securities are held in the vaults of a CSD or its sub-custodian. Alternatively, they are registered in the issuer’s books in the name of the CSD or its nominee in the case of registered securities. In the case of multinational issues, securities are most often held by an ICSD*”. Vide HAENTJENS, M.

semelhança do que vem já sendo dito, podem existir vários níveis de intermediação, sendo que a conta de registo individualizado pode ser aberta em nome do *global custodian* (num cenário menos complexo), ou pode ser aberta em nome de intermediário financeiro que assegura, diretamente ou por via de outros intermediários financeiros, a ligação do custodiante internacional com o mercado mobiliário local pretendido.

Em Portugal, as ICSD¹⁸² com um papel predominante na intermediação de valores mobiliários são o *Euroclear* e o *Clearstream*. Estes custodiantes internacionais dinamizam o mercado português e incentivam o investimento estrangeiro em valores mobiliários emitidos por sociedades portuguesas através da abertura, em seu nome, de contas de titularidade junto de intermediários financeiros portugueses, nas quais inscrevem os valores mobiliários detidos em nome próprio, mas por conta dos seus clientes (os quais deverão ser participantes nos sistemas geridos por estas instituições). Em Portugal, esta atuação das ICSD acontece, tal como descrito, de modo indireto, já que as ICSD não abrem a conta de titularidade diretamente junto da entidade gestora do sistema centralizado português (tal como sucede noutros ordenamentos jurídicos), mas sim junto de intermediário financeiro que nele participa, embora este modelo de atuação não seja o único possível.

A propósito do modelo de atuação das ICSD em Portugal, cumpre apontar um dos casos em que o quadro legal traçado pelo CdVM, embora não acolhendo diretamente um modelo de titularidade indireta, parece reconhecer e admitir a sua existência. Efetivamente, dita o n.º 6 do artigo 91.º do CdVM que, nos casos previstos em regulamento da CMVM, podem ser abertas diretamente junto da entidade gestora do sistema centralizado contas de registo individualizado, às quais se aplica o regime jurídico das contas da mesma natureza junto dos intermediários financeiros. Ora, diz-nos o artigo 35.º, n.º 2, do Regulamento da CMVM n.º 14/2000, que podem abrir contas de titularidade direta as entidades que possam prestar serviços de liquidação

– *Harmonisation of securities law: custody and transfer of securities in European private law*, 2007, p. 32.

¹⁸² Como referido, os *global custodians* não se limitam a ICSD, sendo que na maioria das vezes são, inclusivamente, bancos. Para este efeito, iremos apenas referir dois exemplos de ICSD com mais destaque no tráfego mobiliário português, tendo sempre presente o papel de destaque das instituições de crédito para este efeito.

de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, onde se incluem, naturalmente, as ICSD. Quer isto dizer que, ao se permitir que uma ICSD abra diretamente uma conta de titularidade junto da entidade gestora de sistema centralizado português, está a permitir-se que esta inscreva em seu nome, nesta conta, valores mobiliários integrados em sistema centralizado pertencentes a investidores estrangeiros. Assim, num Código desenhado para acolher exclusivamente um modelo de titularidade direta de valores mobiliários, é possível descortinar uma *válvula de escape*¹⁸³ que, ainda que de forma não intencional, pressupõe a adoção de um modelo de detenção indireta e que acolhe o fenómeno das cadeias de intermediação.

¹⁸³ Vide FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, 2012, p. 444.

4.4.4. Práticas sem conexão com ordenamentos jurídicos estrangeiros

Embora as situações de titularidade indireta de valores mobiliários com conexão com ordenamentos jurídicos estrangeiros sejam predominantes, tal não invalida que possam existir, para além destas, práticas de detenção indireta puramente domésticas.

FIGUEIREDO¹⁸⁴ dá nota dois exemplos representativos destas práticas com relevância no tráfego mobiliário português: a atuação de intermediários financeiros que, autorizados a operar em Portugal, não sejam participantes no sistema centralizado; e a prestação de serviços de gestão de carteiras que envolva, em especial, um intermediário financeiro não autorizado a prestar o serviço auxiliar de registo e depósito de instrumentos financeiros.

Começamos pelo primeiro. Como já vimos anteriormente, a participação de um intermediário financeiro em sistema centralizado não é obrigatória para que este desenvolva a sua atividade de intermediação, mas necessária caso este pretenda que as contas de titularidade abertas junto de si tenham reflexo numa conta de controlo junto da entidade gestora do sistema centralizado. Ora, pelas mais diversas razões¹⁸⁵, muitas vezes os intermediários financeiros exercem a sua atividade sem que sejam participantes em sistema centralizado, mesmo quando essa atividade incide sobre valores mobiliários integrados nesse sistema. Assim, sempre que a sua atividade recaia sobre valores mobiliários integrados em sistema centralizado, o intermediário financeiro deverá agrupar esses valores mobiliários numa conta de registo individualizado (por norma, uma conta *omnibus*) aberta junto de um intermediário financeiro participante em sistema centralizado. Deste modo, estamos perante uma situação de titularidade indireta puramente doméstica em que a conta de titularidade aberta junto do intermediário financeiro participante em sistema centralizado reflete

¹⁸⁴ Vide FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, 2012, pp. 446-452.

¹⁸⁵ FIGUEIRO aponta como principais razões motivações comerciais ou limitações de natureza operacional ou regulatória. Vide FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, Coimbra, 2012, p. 446.

a globalidade dos valores mobiliários detidos pelo intermediário financeiro não participante por conta dos seus clientes, *ultimate investors* ou outros intermediários financeiros.

Passemos agora para o segundo exemplo. No âmbito de uma prestação de serviços de gestão de carteira¹⁸⁶, podem existir situações em que os ativos que integram os patrimónios de investimento geridos por intermediários financeiros por conta de clientes assentam na inscrição de valores mobiliários em contas *omnibus* abertas em nome do intermediário financeiro prestador de serviços. Efetivamente, embora a prestação de serviços de gestão de carteira mais típica seja aquela em que o cliente é titular direto dos valores mobiliários sob gestão, tendo uma conta de registo individualizado aberta em seu nome, existem igualmente casos em que o intermediário financeiro regista os valores mobiliários sob sua gestão em seu nome mas por conta de uma multiplicidade de clientes.

Assim, e ainda a este propósito, cumpre fazer referência ao Decreto-Lei n.º 163/94, de 4 de junho, o qual, regulamentando a atividade das sociedades gestoras de património na prestação de serviços de gestão de carteira, acolhe de modo expresse o modelo de titularidade indireta de valores mobiliários. De facto, diz-nos este diploma que, às sociedades gestoras de patrimónios, e *em respeito pelas regras de segregação e de segurança patrimonial*¹⁸⁷, acresce o dever específico de depositar os fundos e valores mobiliários pertencentes a clientes em conta bancária¹⁸⁸, a qual poderá ser aberta em nome dos respetivos clientes ou em nome da sociedade gestora (por conta dos clientes), desde que devidamente autorizada pelo contrato¹⁸⁹. Sempre que esta conta seja aberta em nome da sociedade gestora e por conta de uma multiplicidade de clientes (conta *omnibus*), esta obriga-se a desdobrar os movimentos da conta, na sua contabilidade interna, em tantas subcontas quantos os clientes abrangidos¹⁹⁰. Quer

¹⁸⁶ Gestão de instrumentos financeiros detidos pelo cliente por um intermediário financeiro, por via da celebração de um contrato entre o titular do património gerido e a entidade gestora. A celebração deste contrato não envolve qualquer efeito translativo, dado que o cliente mantém a titularidade (direta ou indireta) dos instrumentos financeiros sob gestão. Vide CÂMARA, Paulo – *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2016, pp. 448 e ss.

¹⁸⁷ Vide CÂMARA, Paulo – *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2016, p. 451.

¹⁸⁸ Cf. Artigo 5.º, n.º 1, do Decreto-Lei n.º 163/94, de 4 de junho.

¹⁸⁹ Cf. Artigo 5.º, n.º 2 e 3, do Decreto-Lei n.º 163/94, de 4 de junho.

¹⁹⁰ Cf. Artigo 5.º, n.º 4, do Decreto-Lei n.º 163/94, de 4 de junho.

isto dizer que, quando a entidade gestora para efeitos de um contrato de gestão de carteira for uma sociedade gestora de patrimónios, existe uma permissão legal para um modelo de titularidade indireta. FIGUEIREDO¹⁹¹ entende que, por força da *intensa analogia* entre estas situações e as situações em que a atividade de gestão de carteiras é desenvolvida por outros intermediários financeiros (atendendo a que a função e o conteúdo característico dos contratos são idênticos numa e noutra situação), se justifica que se estenda o âmbito de aplicação deste regime à generalidade dos contratos de gestão de carteira, *atentos os objetivos normativos de tutela dos investidores*.

¹⁹¹ Vide FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, 2012, p. 452.

4.4.5. Limites à reserva de identidade inerente a situações de titularidade indireta: sociedades abertas e exigências de transparência no caso de participações qualificadas

Como vimos, do recurso a práticas de titularidade indireta decorre que, perante a entidade emitente, o titular das ações é o intermediário financeiro que, por conta de outrem, regista as ações em seu nome.

Deste modo, é possível afirmar que, na grande maioria dos casos, as situações de titularidade indireta têm inerente uma consequência de reserva da identidade do real investidor. Efetivamente, esta consequência não é necessariamente um objetivo do investidor, já que a detenção indireta é muito mais justificada pela praticabilidade que acarreta em termos de investimento estrangeiro e ao nível do tráfego mobiliário internacional, do que por intenções de adquirir uma participação social em segredo. No entanto, atendendo a que as ações, para efeitos da sua titularidade, são registadas em nome do intermediário financeiro que está na base da cadeia de intermediação (nas situações em que exista mais do que um), não é possível que a entidade emitente conheça a existência do *ultimate beneficial investor*, já que este não é identificado em momento algum do registo. Por isto, entendemos que a reserva da identidade do titular indireto é uma consequência destas práticas, a qual se justifica pelo *modus operandis* deste modelo de detenção, e não tanto por razões comerciais, pessoais, ou mesmo por motivos de evasão a imposições legais.

Ora, embora estes modelos não tenham expressão no quadro legal português, esta consequência não imediatamente transparente deve, ainda assim, compatibilizar-se com certos deveres de transparência impostos por Lei. É neste contexto que assumem especial importância a técnica de imputação de direitos de voto estabelecida

no CdVM, o regime de comunicação de participações qualificadas¹⁹² de sociedades abertas¹⁹³ e, bem assim, o regime de lançamento de OPA obrigatória¹⁹⁴.

De facto, tendo em vista o favorecimento da *transparência dos mecanismos de influência atento o desenvolvimento que se verificou na estruturação da propriedade acionista de sociedades abertas* e, bem assim, a prevenção de *hipóteses de circunvenção do regime ligado aos deveres de informação e aos deveres de lançamento de OPA*¹⁹⁵, o legislador desenvolveu um mecanismo destinado a impor transparência sobre quem tem participações relevantes numa sociedade aberta. Para o efeito, estabeleceu, no artigo 20.º do CdVM, um conjunto de *ficções legais*¹⁹⁶ através das quais faz imputar direitos de voto a determinadas pessoas que, não sendo titulares diretos ou usufrutuários das ações em questão, podem, em abstrato, exercer uma influência significativa sobre o exercício do direito de voto. Através desta imputação, garante-se que estes votos valham, igualmente, para o cômputo do cálculo de participações qualificadas, o que significa que, ultrapassando-se um dos patamares estabelecidos no artigo 16.º do CdVM, as ações passam a ser qualificadas, desencadeando-se com isso uma obrigação de comunicação.

80

Para o tema que nos faz chegar aqui, isto é, os limites à reserva de identidade em situações de titularidade indireta, importa atentar na alínea a) do n.º 1 do artigo 20.º do CdVM. Efetivamente, diz-nos este preceito legal que para o cômputo das participações qualificadas consideram-se os direitos de voto detidos por terceiro em nome próprio, mas por conta do participante. Ora, quer isto dizer que, perante uma situação de titularidade indireta de participações sociais, em que um intermediário financeiro (titular direto) detém ações em seu nome, mas por conta de outrem (titular indireto), os votos detidos pelo primeiro serão imputados ao *ultimate investor*,

¹⁹² Participação social que contém um predicado que lhe acarreta a aplicação de um regime diferenciado, regime esse que se vem a aditar ao que resultaria de uma participação comum. *Vide* MENEZES CORDEIRO, António – *Direito das Sociedades*, 2017, p. 623.

¹⁹³ Sociedades com o capital aberto ao investimento do público. Cf. Artigo 13.º do CdVM.

¹⁹⁴ Oferta pública de aquisição de valores mobiliários emitidos por uma sociedade aberta, que foi ou deva ser lançada em cumprimento de um dever legal. *Vide* FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos – *OPA obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento*, Estudos do Instituto de Valores Mobiliários, 2013, p. 2.

¹⁹⁵ *Vide* CÂMARA, Paulo – *Manual de direito dos valores mobiliários*, 2016, p. 541.

¹⁹⁶ *Vide* CÂMARA, Paulo – *Manual de direito dos valores mobiliários*, 2016, p. 543.

ficcionando-se assim uma situação de titularidade direta tendo em vista a concessão de *primazia à titularidade fático-económica* e a frustração da *manobra consistente na dispersão das ações por vários sujeitos*¹⁹⁷. Esta imputação sucede apenas em relação às ações detidas por conta do beneficiário real, e já não em relação a outras ações que o titular direto detenha por conta própria, e opera de um modo unidirecional, o que significa que esta imputação não é recíproca em relação aos dois intervenientes (o que, no presente caso, não seria sequer possível, por falta de base de imputação em relação ao titular direto das ações)¹⁹⁸.

O artigo 16.º do CdVM estabelece, tal como referido, os patamares quantitativos relevantes para despoletar os deveres de comunicação e de prestação de informação, nos termos do qual, sempre que uma participação social reduza ou ultrapasse os limiares relevantes previstos correspondentes aos direitos de voto de uma sociedade aberta, *opera o reverso da conceção tradicional da sociedade anónima: ao invés do anonimato da qualidade de sócio, na sociedade aberta a regra é a inversa – a da transparência e da comunicação das participações qualificadas*¹⁹⁹.

81

Ora sempre que, por força da imputação de direitos de voto, a participação social detida indiretamente pelo beneficiário fático ou económico ultrapasse ou reduza um destes patamares, este fica obrigado a informar a CMVM e a sociedade participada da ultrapassagem ou redução, e, bem assim, da situação que determina a imputação ao participante de direitos de voto inerentes a valores mobiliários pertencentes a terceiros²⁰⁰. Esta comunicação deverá incluir a identificação de toda a cadeia de entidades a quem a participação qualificada é imputada, a percentagem de direitos de voto imputáveis ao titular de participação qualificada, a percentagem de capital social e o número de ações correspondentes, a data em que a participação atingiu, ultrapassou ou foi reduzida aos limiares relevantes estabelecidos²⁰¹, e deverá

¹⁹⁷ Vide OSÓRIO DE CASTRO, Carlos – *A imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, 2000, p. 170.

¹⁹⁸ Vide CÂMARA, Paulo – *Manual de direito dos valores mobiliários*, 2016, pp. 548 - 549.

¹⁹⁹ Vide CÂMARA, Paulo – *Manual de direito dos valores mobiliários*, 2016, p. 551.

²⁰⁰ Cf. Artigo 16.º, n.º 1, alíneas a) e b), do CdVM.

²⁰¹ Cf. Artigo 16.º, n.º 5, do CdVM.

ser efetuada no prazo máximo de quatro dias de negociação²⁰² após o dia da ocorrência do facto ou do seu conhecimento²⁰³.

Caso a comunicação exigida ao abrigo do artigo 16.º do CdVM não seja efetuada, esteja incompleta ou não seja fiável, a CMVM notifica deste facto os interessados²⁰⁴, os quais têm 30 dias após a notificação para apresentar prova destinada a esclarecer os aspetos suscitados pela CMVM ou para tomar medidas tendo em vista assegurar a transparência da titularidade das participações qualificadas²⁰⁵. Caso a situação persista, a CMVM informa o mercado da falta de transparência quanto à titularidade das participações qualificadas em causa, ficando, a partir deste momento, suspenso o exercício do direito de voto e dos direitos de natureza patrimonial até que a CMVM informe que a titularidade da participação qualificada já é considerada transparente²⁰⁶. Para além disto, a omissão de comunicação ou divulgação de participação qualificada constitui contraordenação muito grave, nos termos do artigo 390.º do CdVM.

Ainda a este respeito, e tal como referido anteriormente, cumpre dar nota do dever de lançamento de OPA obrigatória, o qual, previsto nos artigos 187.º e seguintes do CdVM, estabelece que aquele cuja participação social em sociedade aberta ultrapasse, diretamente ou nos termos do n.º 1 do artigo 20º do CdVM, um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social, fica obrigado a lançar OPA sobre a totalidade das ações e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição. Quer isto dizer que, sempre que o oferente atue em nome próprio mas por conta de um cliente, numa situação de titularidade indireta de valores mobiliários, as ações que este detém indiretamente são contabilizadas para o cômputo da participação social, podendo, no limite, ficar obrigado a lançar uma oferta pública de aquisição. Caso o detentor indireto não cumpra com o dever de lançamento de OPA fica, nos termos do artigo

²⁰² Consideram-se dias de negociação aqueles em que esteja aberto para negociação o mercado regulamentado no qual as ações que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição estejam admitidos. Cf. Artigo 18.º, n.º 1, do CdVM.

²⁰³ Cf. Artigo 16.º, n.º 1, in fine, do CdVM.

²⁰⁴ Cf. Artigo 16.º-B, n.º 1, do CdVM.

²⁰⁵ Cf. Artigo 16.º-B, n.º 2, do CdVM.

²⁰⁶ Cf. Artigo 16.º-B, n.º 3 e 4, do CdVM.

192º do CdVM, inibido temporariamente do exercício dos direitos de voto e a dividendos inerentes às ações que excedam o limite a partir do qual o lançamento seria devido e às ações que tenham sido adquiridas por exercício de direitos inerentes às mesmas ações.

Embora uma das questões centrais associadas à titularidade indireta de participações sociais seja, conforme já demonstrado, o *regime jurídico da sua determinação e cómputo*²⁰⁷, oferece algumas dúvidas a eficácia da solução consagrada na lei.

Isto porque, embora a imputação de direitos de voto e consequente participação qualificada despolete uma obrigação de comunicação, atendendo ao facto de que o ordenamento jurídico português prevê apenas um modelo de titularidade direta de participações sociais, não acautelando, em termos de registo e não só, este tipo de situações, parece difícil que este regime tenha efetiva aplicação prática.

De facto, ainda que a prática nas situações de titularidade indireta dite que o intermediário financeiro, aquando da abertura da conta de titularidade, faça menção a que detém os valores mobiliários por conta de clientes, a realidade na ordem jurídica portuguesa é que esta menção não é obrigatória, pelo que é possível que a sociedade emitente não tenha conhecimento de que determinada conta de titularidade foi aberta ao abrigo de uma prestação de serviços de intermediação. Por isto, as consequências da omissão da comunicação ou divulgação de participação qualificada parecem-nos, neste caso, não passar da letra da lei, já que são poucos os mecanismos ao dispor das sociedades emitentes e, bem assim, da autoridade setorial, para fazer prova de que existe um titular *económico ou fático*²⁰⁸ por conta de quem são detidas as ações pelo titular formal.

Posto isto, não nos parece estar aqui em causa um problema de aplicabilidade deste regime a práticas de detenção indireta, já que, como bem explica ENGRÁCIA ANTUNES, *salvo disposição legal expressa ou tácita em sentido contrário ou quando a tal se*

²⁰⁷ Vide ENGRÁCIA ANTUNES, José – “Equity swaps” e a titularidade de participações sociais, O Direito, Ano 150.º, Vol. I, 2018, p. 10.

²⁰⁸ Vide ENGRÁCIA ANTUNES, José – “Equity swaps” e a titularidade de participações sociais, O Direito, Ano 150.º, Vol. I, 2018, p. 10.

*oponha o regime legal específico aplicado, os critérios legais previstos nos citados preceitos são indistintamente aplicáveis à determinação e cômputo da titularidade de quaisquer participações sociais de capital e/ou votos em sociedades abertas*²⁰⁹. Parece-nos, sim, estar em causa um conjunto de objetivos de transparência sem margem para uma plena concretização, não apenas pelos motivos em termos de prova já indicados, mas também pela operacionalização do processo de comunicação de participações qualificadas, o qual, obrigando a que num prazo máximo de quatro dias se informe a sociedade participada e a CMVM da alteração da participação, dificulta esta comunicação quando existam vários níveis na cadeia de intermediação e conexão com mais do que um ordenamento jurídico.

²⁰⁹ Vide ENGRÁCIA ANTUNES, José – “Equity swaps” e a titularidade de participações sociais, O Direito, Ano 150.º, Vol. I, 2018, p. 11.

5. Conclusões

Com a presente dissertação propusemo-nos responder às questões “qual o regime de publicidade das participações sociais em sociedades anónimas e quais as novas exigências que, a nível internacional, se colocam a este respeito?”. Cumpre agora, em jeito de conclusão, perceber se conseguimos dar resposta às mesmas.

No que respeita à primeira questão, procurámos deixar descritos os elementos-chave caracterizadores do regime de publicidade de participações sociais em sociedades anónimas no ordenamento jurídico português, através da sua análise em dois segmentos: em primeiro lugar, no que respeita ao regime de publicidade previsto para a titularidade direta de ações e, em segundo lugar, no que respeita ao regime de publicidade previsto para a titularidade indireta de ações.

Assim, por forma a deixar clara a linha de raciocínio seguida para justificar este estudo através destas duas perspetivas antagónicas, percorremos, primeiramente, o percurso de desmaterialização dos valores mobiliários em Portugal. Vimos que o ordenamento jurídico português iniciou, a partir do século XX, e à semelhança do que se verificou no resto do globo, um movimento de substituição gradual e progressiva dos títulos em papel por registos em conta, na esteira dos avanços informáticos e tecnológicos que, mais ou menos timidamente, proliferavam pelos vários cantos do mundo. Ora, esta preferência pelos registos informáticos em conta justifica, não apenas, o modo como opera o registo de ações no modelo de titularidade direta vigente em Portugal, mas também algumas das práticas de titularidade indireta, já que veio facilitar em larga medida o tráfego de valores mobiliários entre vários ordenamentos jurídicos estrangeiros.

De seguida, fizemos referência aos ordenamentos jurídicos norte-americano e francês, por cada um deles representar um exemplo paradigmático dos modelos de titularidade de ações aqui em análise, o que permitiu compreender e enquadrar estes conceitos e, ainda, facilitar a compreensão do modelo que vigora em Portugal. Assim, o modelo norte-americano caracteriza-se pela predominância da detenção indireta de

ações pelo investidor por via de um intermediário financeiro, incumbindo ao primeiro um conjunto de direitos em relação às mesmas expressamente previstos na legislação e, ao segundo, a titularidade das ações por força do registo das mesmas em seu nome. Por sua vez, o modelo francês assenta na titularidade direta de ações, em que, independentemente de o seu registo ser feito junto da entidade emitente ou junto de intermediário financeiro, a respetiva titularidade pertence sempre ao investidor, o qual exerce diretamente os seus direitos junto da entidade emitente.

É com este enquadramento feito que partimos então para o estudo da publicidade da titularidade de ações no ordenamento jurídico português de acordo com as duas perspetivas enunciadas, o qual constitui o núcleo da presente dissertação.

No que respeita à publicidade da titularidade direta, concluímos que o regime de registo da titularidade das ações varia consoante a forma da ação em causa, pelo que analisámos, primeiramente, o regime das ações escriturais e, seguidamente, o regime das ações tituladas, as quais aproveitam, em determinados aspetos, o regime estabelecido para as ações escriturais.

Em síntese, nas ações escriturais, o registo de titularidade pode ser efetuado pelo acionista junto da entidade emitente ou junto de intermediário financeiro, integrado ou não em sistema centralizado. Por sua vez, nas ações tituladas, a diferenciação entre ações integradas em sistema centralizado e ações fora de sistema centralizado mantém-se, sendo que as primeiras são imobilizadas e registadas através de registo em conta junto da entidade gestora do sistema centralizado (à semelhança do que sucede no registo de ações escriturais), e as segundas depositadas junto de intermediário financeiro ou mantidas pelo seu titular enquanto títulos vivos.

Face ao exposto, resulta, tal como pudemos concluir em momento oportuno, que vigora em Portugal um sistema de titularidade direta de participações sociais em sociedades anónimas, já que, independentemente de as ações serem escriturais ou tituladas, integradas em sistema centralizado ou não, registadas junto de intermediário financeiro ou junto da entidade emitente, representadas por registos em conta ou por depósito, o registo de titularidade é sempre feito em nome do investidor, tal como sucede no ordenamento jurídico francês. De facto, ainda que o regime de registo de ações em Portugal implique, muitas das vezes, a interposição de um intermediário

financeiro, a titularidade das ações nunca lhe é atribuída, existindo sempre uma relação direta entre o investidor e a entidade emitente.

Ademais, e ainda a respeito do regime de publicidade da titularidade direta de participações sociais em sociedades anónimas, podemos concluir que vigora atualmente em Portugal um regime que obriga ao registo das ações, graças à expelição das ações tituladas ao portador do nosso ordenamento jurídico.

Isto porque, nesta categoria de ações, sempre que as mesmas não estivessem integradas em sistema centralizado ou não fossem depositadas em intermediário financeiro, não careciam de ser registadas para serem adquiridas, já que a sua *traditio* operava pela simples entrega do título ao adquirente. Ora, decorre do exposto que, com a extinção das ações ao portador, a única situação, face ao regime legal vigente, em que o registo era dispensado deixou de existir. A este respeito, tivemos oportunidade de analisar o processo que, iniciado, em Portugal, com a Lei n.º 15/2017, de 3 de maio, culminou (ou, melhor dizendo, culminará) na extinção das ações ao portador, nomeadamente no que respeita ao processo de conversão das ações ao portador existentes à data em ações nominativas.

A propósito da publicidade da titularidade indireta de ações, concluímos que não existe, em Portugal, um regime jurídico que permita salvaguardar, eficazmente, este tipo de situações. De facto, tendo em consideração as conclusões alcançadas em ocasião anterior, nomeadamente a de que vigora entre nós um regime de registo assente num modelo de titularidade direta, não é possível que este acautele situações de titularidade intermediada. Efetivamente, de acordo com o regime legal vigente, o papel dos intermediários financeiros apenas evidencia um de dois aspetos: ou que este atua ao abrigo de um programa contratual nos termos do qual a sua atuação funciona como um simples meio de representação do direito em causa; ou que este atua ao abrigo de um programa contratual em que detém ações em nome próprio mas por conta de clientes, aos quais o regime legal não atribui qualquer tipo de direito, apenas valorizando o registo do intermediário financeiro como atributivo de titularidade em relação a este.

Ainda assim, foi possível determinar que, apesar de não terem expressão no quadro legal vigente, estas situações de titularidade indireta não deixam de ser

relevantes, inclusivamente no ordenamento jurídico nacional. A este respeito, demos conta de alguns exemplos de situações em que estas práticas têm maior expressão, e, bem assim, do regime de imputação de direitos de voto e do regime de comunicação de participações qualificadas, ambos previstos no CdVM, os quais assumem alguma relevância em situações de titularidade indireta. Efetivamente, através da análise destes regimes, pudemos concluir que as práticas de titularidade indireta caem no âmbito de aplicação da alínea a), do número 1, do artigo 20.º do CdVM, o que significa que as ações de sociedades abertas detidas por intermediário financeiro em nome próprio, mas por conta de clientes, são-lhes igualmente imputáveis. Esta imputação dos direitos de voto, como vimos, é relevante, na medida em que, atingidos os patamares estabelecidos no artigo 16.º do mesmo Código, o titular da participação qualificada é sujeito a uma obrigação de comunicação e divulgação de informação. No entanto, face à análise empregue a estes regimes, conseguimos concluir que esta relevância perde-se pela sua difícil aplicação prática, já que a falta de aceitação legal expressa de mecanismos de detenção indireta em Portugal faz com que estes regimes não tenham uma base sólida que permita a comprovação deste tipo de situações e, como tal, que permita a sua efetividade.

Relativamente à segunda questão por nós colocada, isto é, no que respeita às novas exigências que, a nível internacional, se colocam a respeito da publicidade de participações sociais em sociedades anónimas, a resposta decorre de tudo o que acima ficou escrito.

De facto, no que respeita ao regime de registo vigente em Portugal, é notória a influência que as práticas internacionais tiveram na sua mais recente formulação.

As preocupações de prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento ao terrorismo e, igualmente, de combate à evasão fiscal, assumem um lugar de topo na lista de prioridades do legislador internacional e comunitário, o que se refletiu na nossa ordem jurídica interna e, especificamente, no regime de registo e publicidade das participações sociais em sociedades anónimas. Efetivamente, como vimos, foi em resultado destas novas exigências a nível internacional que, com o objetivo de contribuir para um sistema financeiro mais transparente, se procedeu à

extinção das ações ao portador em Portugal. A este respeito, a medida adotada pelo legislador nacional foi a medida mais radical quando comparando com aquelas que vinham sendo propostas pelos organismos internacionais, o que não deixou de ter consequências. De facto, o nosso legislador, apressado em cumprir com este objetivo de transparência, desencadeou um processo que se queria pensado, longo e eficiente, dando origem a um regime que em quase tudo se revela oposto a estes ideais.

Para além disto, também as novas exigências ao nível do tráfego mobiliário internacional são determinantes para a estrutura acionista das sociedades anónimas no nosso país. Isto porque, a tendência por um mercado global, em que intervenha um maior número possível de ordens jurídicas, levou a que se comesçassem a desenvolver no ordenamento jurídico interno práticas de titularidade indireta que, embora desprotegidas face ao regime legal em vigor, não deixam de ter expressão. Efetivamente, o número de investidores em ações de sociedades anónimas sedeadas em Portugal é representado, cada vez mais, por investidores estrangeiros que aplicam o seu capital em valores mobiliários dispersos pelos vários mercados nacionais. Isto fez com que vantagens como a diminuição dos custos de transação e a simplificação das operações se sobrepujassem às limitações que a nossa Lei impõe.

Assim, terminamos a presente dissertação com a mesma frase com que a iniciámos: *globalization, in itself, is neither good nor bad, it is just a contemporary datum*. Como pudemos comprovar, ainda que se entenda que a globalização pode ter efeitos perversos ou, pelo contrário, ser a resposta para muitos dos problemas do sistema financeiro, a realidade é que esta é um facto ao qual não podemos escapar, pelo que os vários ordenamentos jurídicos deverão fazer os possíveis para acompanhar, da melhor forma, as novas exigências que a este respeito se colocam. No caso do ordenamento jurídico português, este facto contemporâneo justifica que o regime de publicidade e titularidade de participações sociais em sociedades anónimas se adapte e reinvente, largando as amarras outrora criadas por uma materialização agora sem fundamento.

6. Bibliografia

BOTELHO, Maria de Deus – *O fim das ações ao portador – O período de conversão do nosso descontentamento*, Direito das Sociedades em Revista, Ano 9, Vol. 18, Almedina, 2017

BRANDÃO DA VEIGA, Alexandre – *Sistemas de controlo de valores no novo Código dos Valores Mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, 2000. Disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/C07AlexandreBVeiga1.pdf>

CÂMARA, Paulo – *Manual de direito dos valores mobiliários*, Almedina, 2016

COUTINHO DE ABREU, Jorge – *Curso de Direito Comercial*, Vol. II – Das Sociedades, 5.ª Edição, Almedina, 2016

DIAS MARQUES, José – *Direitos Reais*, Vol. I, Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa, 1960

DONALD, David C. – *The Rise and Effects of the Indirect Holding System: How Corporate America Ceded its Shareholders to Intermediaries*, 2007. Disponível em <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=453008124007090104026019071116097095010004047008095070123092077111004017110001064095058027059104015116012007116011027001072116058011008018002069107027102126008096050006008001026001091107011110119123004024081068095067094112004105072125077065113120100&EXT=pdf>

ENGRÁCIA ANTUNES, José – *“Equity swaps” e a titularidade de participações sociais*, O Direito, Ano 150.º, Vol. I, Almedina, 2018

ENGRÁCIA ANTUNES, José – *Instrumentos Financeiros*, 3.ª Edição, Almedina, 2017

FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos – *OPA obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento*, Estudos do Instituto de Valores Mobiliários, 2013.

Disponível em

https://www.institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1378738637opa_obrigat%C3%B3ria_no_direito_portugu%C3%AAs_cfa.pdf

FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos – *Registo de valores mobiliários*, Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques dos Santos, Vol. I, Almedina, 2005

FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos – *Valores mobiliários: o papel e o computador*, Código das Sociedades Comerciais – Homenagem aos Professores Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier, Coimbra Editora, 2007

FERREIRA, Amadeu José – *Valores mobiliários escriturais – um novo modo de representação e circulação de direitos*, Almedina, 1997

FIGUEIREDO, André – *O negócio fiduciário perante terceiros*, Almedina, 2012

91

GALVÃO TELES, Miguel – *Unidroit preliminary Draft Convention on substantive rules regarding securities held with an intermediary – some comments*, Direito dos Valores Mobiliários, Vol. VI, Coimbra Editora, 2006

HAENTJENS, M. – *Harmonisation of securities law: custody and transfer of securities in European private law*, 2007. Disponível em

https://pure.uva.nl/ws/files/4416974/52674_Haentjens.pdf

HAKES, Russel A – *UCC Article 8: Will the Indirect Holding of Securities Survive the Light of Day*, 35 Loy. L.A. L. Rev. 661, 2002. Disponível em <http://digitalcommons.lmu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2318&context=llr>

MENEZES CORDEIRO, António – *Direito das Sociedades*, Almedina, 2017

MERLE, Philippe – *Droit Commercial : Sociétés Commerciales*, 2.^a Edição, Dalloz, 1990

OLIVEIRA ASCENSÃO, José de - *Valor mobiliário e título de crédito*, Revista da Ordem dos Advogados, Ano 56, Vol. III, 1996. Disponível em <https://portal.oa.pt/upl/%7B9df26084-f2f4-4957-9d28-e647bb638fd6%7D.pdf>

OSÓRIO DE CASTRO, Carlos – *A imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, Lisboa, abril de 2000. Disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/C07CarlosOCastro.pdf>

OSÓRIO DE CASTRO, Carlos – *Valores mobiliários: conceito e espécies*, Universidade Católica Portuguesa-Editora, 1996

PINTO DUARTE, Rui – *Publicidade das participações nas sociedades comerciais*, Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida, Almedina, 2011

REBELO PEREIRA, Maria – *Contratos de registo e depósito de valores mobiliários. Conceito e regime*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 15, Almedina, 2002

92

RIPERT, Georges et **ROBLOT**, René – *Traité de Droit Commercial*, Tome 2, 14.^a Edição, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1994

ROGERS, James S. – *Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8*, *CLA Law Review*, 1996, 1432-1503. Disponível em <http://lawdigitalcommons.bc.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1346&context=lsfp>

SOVERAL MARTINS, Alexandre – *As participações sociais*, Estudos de Direito das Sociedades, Almedina, 2008

SOVERAL MARTINS, Alexandre – *Valores mobiliários (Ações)*, Almedina, 2003

VAUPLANE, Hubert de, et **BORNET**, Jean-Pierre – *Droit des marchés financiers*, 3.^a Edição, LexisNexis, 2001

VIDAL, Isabel – *Da (ir)relevância da forma de representação para efeitos de transmissão de valores mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 15, Almedina, 2002

7. Outros elementos

Artigo da PLMJ intitulado de “*A conversão de valores mobiliários ao portador*”, publicado na nota informativa de setembro de 2017 e disponível em: https://www.plmj.com/xms/files/newsletters/2017/setembro/A_conversao_de_valores_mobiliarios_ao_portador.pdf

Estudo da Comissão Europeia intitulado de “*Comparative survey: Legal Certainty Group*”, de 26 de julho de 2006, disponível em: https://ec.europa.eu/info/system/files/comparative-survey-26072006_en.pdf

Parecer do Banco de Portugal, pedido no processo de aprovação da Lei n.º 15/2017, disponível em:

<http://app.parlamento.pt/webutils/docs/doc.pdf?path=6148523063446f764c324679626d56304c334e706447567a4c31684a53556c4d5a5763765130394e4c7a564454305a4e5153394562324e31625756756447397a5357357059326c6864476c3259554e7662576c7a633246764c325a6b5a6d59784f5752694c57457a4f546b744e4749314f533169597a41304c5467305a6d557a4e7a646a596a51324d4335775a47593d&fich=fdff19db-a399-4b59-bc04-84fe377cb460.pdf&Inline=true>

Parecer da CMVM, pedido no processo de aprovação da Lei n.º 15/2017, disponível em:

<http://app.parlamento.pt/webutils/docs/doc.PDF?path=6148523063446f764c324679626d56304c334e706447567a4c31684a53556c4d5a5763765130394e4c7a564454305a4e5153394562324e31625756756447397a5357357059326c6864476c3259554e7662576c7a633246764c7a4e68596a526d4e5759774c54417a4e4467744e4751784d7931685a5459324c5459344d6d5a6c4e6d5a6a595755344d7935515245593d&fich=3ab4f5f0-0348-4d13-ac66-682fe6fcae83.PDF&Inline=true>

Publicação da CMVM intitulada de “*Respostas às perguntas mais frequentes sobre conversão de valores mobiliários ao portador*”, disponível em:

<http://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/Faq/Documents/FAQs%20Valores%20Mobili%C3%A1rios%20ao%20Portador.pdf>

Recomendações Revistas do GAFI, disponíveis em:

<http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/pdfs/FATF-40-Rec-2012-Portuguese-Port.pdf>